

PARLEMENT EUROPEEN



Direction générale des Études

DOCUMENT DE TRAVAIL

Un panorama de l'€uro

Série "Affaires économiques"

ECON 130 FR

PARLEMENT EUROPEEN



Direction générale des Études

DOCUMENT DE TRAVAIL

Un panorama de l'€uro

BEN PATTERSON, ANTON JEVCAK ET MARIE-CLAUDE GROTTI

Série "Affaires économiques"

ECON 130 FR

03-2003

Cette étude a été demandée par la commission économique et monétaire du Parlement européen dans le cadre du programme annuel de recherche.

Le présent document est publié dans les langues suivantes:
DE, EN (original), FR.

Auteurs: Ben Patterson, avec la collaboration d'Anton Jevcak et de Marie-Claude Grotti

Fonctionnaire responsable: Ben Patterson
Division Affaires économiques, monétaires et budgétaires
Tél.: (352) 43 00-24114
Fax: (352) 43 00-27721
Courriel: dg4economie@europarl.eu.int

Manuscrit achevé le 14 octobre 2002.

Pour obtenir des copies papier, adressez-vous au:

Service des Publications
Tél.: (352) 43 00-24053/20347
Fax: (352) 43 00-27722
Email: dg4-publications@europarl.eu.int

Pour des plus amples informations sur les publications de la DG IV:
www.europarl.eu.int/studies

Luxembourg, Parlement européen, 2003.

ISBN 92-823-1691-2

Les opinions exprimées dans ce document relèvent de la seule responsabilité des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position officielle du Parlement européen.

Les reproductions et les traductions à des fins non commerciales sont autorisées, à condition de mentionner la source, d'en avvertir l'éditeur au préalable et de lui en envoyer une copie.

© Communautés européennes, 2003.

Printed in Luxembourg

TABLE DES MATIÈRES

BREF GLOSSAIRE	6
I. LA THÉORIE DES MONNAIES	7
LES FONCTIONS DE LA MONNAIE.....	7
TAUX DE CHANGE.....	8
<i>Systèmes alternatifs</i>	8
<i>Volatilité</i>	9
ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES.....	10
<i>Spécialisation, asymétrie et taux d'intérêt</i>	11
LA "CRITIQUE DE LUCAS".....	12
POLITIQUE BUDGÉTAIRE.....	13
<i>La position budgétaire globale</i>	15
<i>Redistribution</i>	15
II. BREF HISTORIQUE DE L'UEM	17
LE PLAN WERNER, LE SERPENT ET LE SME.....	17
LE RAPPORT DELORS	18
LE PROCESSUS DE MAASTRICHT	20
<i>Convergence nominale</i>	21
<i>Convergence réelle</i>	22
LES ÉVÉNEMENTS DE 1992 ET 1993.....	22
LA RÉALISATION DE L'UEM.....	23
LES TROIS PREMIÈRES ANNÉES.....	25
INTRODUCTION DES BILLETS ET PIÈCES EN EUROS.....	28
<i>Mise en œuvre du passage à l'euro</i>	29
<i>Évaluation du passage à l'euro</i>	31
LA QUESTION DES PRIX	32
<i>Conséquences sur les prix</i>	34
III. POLITIQUE BUDGÉTAIRE ET ÉCONOMIQUE: LE PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE	39
PROCÉDURE EN CAS DE "DÉFICIT EXCESSIF"	39
LE PACTE DE STABILITÉ	40
LE PACTE DANS LA PRATIQUE.....	42
CRITIQUES ET INTERPRÉTATIONS	42
<i>Stabilisateurs budgétaires automatiques</i>	43
<i>Déficits nominaux ou corrigés des variations cycliques</i>	44
<i>Effet sur les investissements publics</i>	46
<i>Caractère soutenable de la dette</i>	47
<i>Réaction de la Commission et d'ECOFIN</i>	49
COORDINATION DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES.....	50
IV. AUTRES QUESTIONS	55
QUESTIONS INSTITUTIONNELLES.....	55
LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE	56
<i>Des objectifs monétaires ou d'inflation?</i>	56
<i>Responsabilité</i>	57
<i>Transparence</i>	58
PAIEMENTS TRANSFRONTALIERS	60
PRIX DES ACTIFS, CRÉDITS ET INVESTISSEMENTS	60
V. ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO	63
DANEMARK.....	63
SUÈDE.....	64
LE ROYAUME-UNI	65
LES PAYS CANDIDATS	66
LES CRITÈRES D'ADHÉSION À L'UE	67
LE STATUT DES NOUVEAUX ÉTATS MEMBRES PAR RAPPORT À L'UEM.....	67
CRITÈRES D'ADHÉSION À L'UEM	68
<i>Le critère de l'inflation</i>	68
<i>Le critère du taux d'intérêt</i>	70

<i>Le critère du taux de change</i>	70
<i>Les critères du déficit et de la dette publics</i>	72
<i>Indépendance de la banque centrale</i>	72
CHOIX	72
<i>Convergence</i>	72
<i>Régimes des taux de change</i>	73
<i>"Euroisation"</i>	74
VI. L'IMPACT EXTÉRIEUR DE L'EURO	77
EFFETS DE RETOMBÉES DE LA PERFORMANCE ÉCONOMIQUE DANS L'UE	77
L'UTILISATION DE L'EURO COMME MONNAIE DE FACTURATION	78
L'UTILISATION DE L'EURO COMME MONNAIE VÉHICULAIRE SUR LES MARCHÉS DES CHANGES	79
L'UTILISATION DE L'EURO COMME MONNAIE D'INVESTISSEMENT DANS LES PORTEFEUILLES PRIVÉS	79
L'UTILISATION DE L'EURO COMME TAUX DE CHANGE D'ANCRAGE ET COMME MONNAIE D'INTERVENTION	81
L'EURO COMME MONNAIE DE RÉSERVE	81
UTILISATION DE L'EURO EN ESPÈCES À L'ÉTRANGER	82
VII. CONCLUSIONS	83
ADDENDUM SUR LES MONNAIES NATIONALES REMPLACÉES	85
LE MARK ALLEMAND	85
LE FRANC FRANÇAIS	85
LE FRANC BELGE	85
LE FRANC LUXEMBOURGEOIS	85
LE FLORIN NÉERLANDAIS	85
LA LIRE ITALIENNE	85
LA PESETA ESPAGNOLE	86
L'ESCUDO PORTUGAIS	86
LA LIVRE IRLANDAISE	86
LA DRACHME GRECQUE	86
LE SCHILLING AUTRICHIEN	86
LE MARK FINLANDAIS	86
BIBLIOGRAPHIE	87
BIBLIOGRAPHIE SPÉCIFIQUE SUR L'UEM ET LES PAYS CANDIDATS À L'ADHÉSION.	93
NOTES D'INFORMATION PRÉPARÉES POUR LA COMMISSION DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DU PARLEMENT EUROPÉEN DANS LE CADRE DU "DIALOGUE MONÉTAIRE" AVEC LA BCE	95
08 OCTOBRE 2002	95
21 MAI 2002	95
23 JANVIER 2002	96
18 DÉCEMBRE 2001	96
12 SEPTEMBRE 2001	97
28 MAI 2001	97
05 MARS 2001	98
23 NOVEMBRE 2000	98
12 SEPTEMBRE 2000	99
20 JUIN 2000	99
20 MARS 2000	99
29 NOVEMBRE 1999	100
27 SEPTEMBRE 1999	100
19 AVRIL 1999	100
PUBLICATIONS RÉCENTES DANS LA SÉRIE AFFAIRES ÉCONOMIQUES	101

Encadrés

ENCADRÉ 1: TAUX D'INTÉRÊT SOUS LA RÈGLE TAYLOR	14
ENCADRÉ 2: POLITIQUES BUDGÉTAIRE ET MONÉTAIRE	16
ENCADRÉ 3: IMPRESSIONS ERRONÉES À PROPOS DES PRIX.....	37
ENCADRÉ 4: LE MANQUE DE PRÉPARATIFS A-T-IL ENTRAÎNÉ DES AUGMENTATIONS DE PRIX ?.....	38
ENCADRÉ 5: LES FONCTIONS D'UNE MONNAIE INTERNATIONALE.....	77

Tableaux et schémas

TABLEAU 1: TAUX DE SOUMISSION MINIMAL RÉEL DE LA BCE DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO.....	12
TABLEAU 2: ÉCARTS DES TAUX D'INTÉRÊT INDUITS PAR LA RÈGLE DE TAYLOR.....	14
TABLEAU 3: CRITÈRES DE CONVERGENCE – RAPPORT DE LA COMMISSION DU 25 MARS 1998.....	25
TABLEAU 4: REMBOURSEMENT ULTÉRIEUR DES BILLETS ET PIÈCES NATIONAUX PAR LES BANQUES CENTRALES.....	31
TABLEAU 5: VALEUR D'UN EURO CALCULÉE SELON LES TAUX DE CONVERSION OFFICIELS.....	33
TABLEAU 6: INFLATION MENSUELLE DE L'IPCH PAR PAYS, JANVIER-JUILLET 2002	37
TABLEAU 7: TAUX DE DÉPENDANCE DES PERSONNES ÂGÉES, 2000-2050	49
TABLEAU 8: COMPARAISON DE LA PUBLICATION DES PROCÈS-VERBAUX ET DES COMPTES RENDUS IN EXTENSO PAR LES COMMISSIONS MONÉTAIRES DES QUATRE BANQUES CENTRALES PRINCIPALES.....	59
TABLEAU 9: DANEMARK, SUÈDE ET ROYAUME-UNI: CRITÈRES NOMINAUX DE CONVERGENCE, 2001.	63
TABLEAU 10: RÉGIMES DES TAUX DE CHANGE DES PAYS CANDIDATS.....	73
TABLEAU 11: CRITÈRES DE CONVERGENCE DE L'UEM: SITUATION DES PAYS DE L'EUROPE ORIENTALE CANDIDATS À L'ADHÉSION (2002).....	75
TABLEAU 12: VARIATION ANNUELLE EN POURCENTAGE DU PIB DE LA ZONE EURO, À PRIX CONSTANTS.....	78
TABLEAU 13: VARIATION ANNUELLE EN POURCENTAGE DES IMPORTATIONS DANS LA ZONE EURO.....	78
TABLEAU 14: LIBELLÉ DES OPÉRATIONS DE CHANGE	79
TABLEAU 15: INVESTISSEMENTS DIRECTS (EN MILLIARDS D'EUROS).....	80
TABLEAU 16: INVESTISSEMENTS EN PORTEFEUILLES (EN MILLIARDS D'EUROS)	80
TABLEAU 17: ÉMISSION NETTE DE TITRES DE CRÉANCE INTERNATIONAUX LIBELLÉS EN EUROS.....	81
TABLEAU 18: PROPORTION DES MONNAIES DANS LES AVOIRS EN DEVICES ÉTRANGÈRES (FIN D'ANNÉE)	82
SCHÉMA 1: TAUX DE CHANGE DE L'EURO PAR RAPPORT AU DOLLAR, 1999-2002 (CENTIMES DE DOLLAR/€).....	27
SCHÉMA 2: "TOUT BIEN RÉFLÉCHI, ÊTES-VOUS PERSONNELLEMENT TRÈS CONTENT, PLUTÔT CONTENT, PLUTÔT MÉCONTENT OU TRÈS MÉCONTENT QUE L'EURO SOIT DEvenu NOTRE MONNAIE?"	32
SCHÉMA 3: OPINION PUBLIQUE SUR L'ARRONDI À LA HAUSSE OU À LA BAISSÉ DES PRIX.....	34
SCHÉMA 4: INFLATION DE L'IPCH DANS LA ZONE EURO, AOÛT 2001 – JUILLET 2002	36
SCHÉMA 5: INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION, CHANGEMENT ENTRE JUILLET 2001 ET JUILLET 2002	36
SCHÉMA 6: DÉFICITS/EXCÉDENTS BUDGÉTAIRES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO, 1998-2002.....	41
SCHÉMA 7: GRAPHIQUES DU BULLETIN MENSUEL DE LA BCE D'AVRIL 2002.....	45
SCHÉMA 8: PAYS DE LA ZONE EURO – DETTE PUBLIQUE EN 2001 (EN % DU PIB).....	48
SCHÉMA 9: DIAGRAMME DE LA PROPOSITION DE CYCLE RATIONALISÉ DE COORDINATION	52
SCHÉMA 10: TAUX DE CHANGE SEK/EUR, 1999-2002.....	65
SCHÉMA 11: TAUX DE CHANGE DE LA LIVRE STERLING PAR RAPPORT AU DOLLAR ET À L'EURO	66

* * *

Bref glossaire

€	L'euro	Nom choisi en 1995 pour la monnaie unique
GOPE	Grandes orientations des politiques économiques	Procédure destinée à la coordination de la politique économique
Commission		Exécutif de la CE et "gardienne des traités"
Conseil (des ministres)		Officiellement, la réunion des ministres des Affaires étrangères des États membres; en pratique, désigne également les réunions de tous les ministres spécialisés.
CE	Communauté/Communautés européennes	Expression englobant la CEE, la CECA et l'EURATOM
BCE	Banque centrale européenne	Instituée à Francfort en juin 1998
CEJ	Cour européenne de Justice	"Cour suprême" pour le droit communautaire
ECOFIN	Conseil des ministres de l'Économie et des Finances	Manifestation économique/financière du Conseil.
CECA	Communauté européenne du Charbon et de l'Acier	Instituée par le traité de Paris en 1951. Tombée en désuétude.
ECU	Unité monétaire européenne	Un "panier" de monnaies servant pour la comptabilité, les émissions d'obligations, etc. Remplacé par l'euro en 1999.
écu	<i>écu d'or</i>	Ancienne pièce de monnaie française. Nom choisi à l'origine pour la monnaie unique (Voir aussi ECU).
CEE	Communauté économique européenne	Instituée par le traité de Rome en 1957.
IME	Institut monétaire européen	Créé en 1994 à partir du Comité des gouverneurs des banques centrales. Remplacé en 1998 par la BCE.
SME	Système monétaire européen	Créé en 1979. Tombé en désuétude en 1999.
UEM	Union économique et monétaire (et non union monétaire européenne)	Processus en trois étapes couronné par l'introduction des billets et pièces en euros en 2002.
PE	Parlement européen	625 membres, élus au suffrage direct pour un mandat de cinq ans.
MTC	Mécanisme des taux de change	Système liant les monnaies nationales et l'ECU, au sien du SME. Remplacé par le MTCII en 1999.
MTCII	Mécanisme des taux de change II	Mécanisme volontaire liant l'euro et les monnaies nationales des pays ne participant pas à la zone euro, depuis 1999. À présent, ce mécanisme concerne uniquement l'euro et la couronne danoise.
SEBC	Système européen de banques centrales	Les banques centrales des 15 États membres de l'UE, plus la BCE.
UE	Union européenne	Instituée par le traité de Maastricht. Comprend la Communauté européenne et les piliers "politique étrangère" et "coopération judiciaire".
EURATOM	Communauté européenne de l'énergie atomique	Instituée avec la CEE en 1957.
Zone euro	Zone monétaire des États membres ayant adopté l'euro.	Actuellement, 12 États membres sur 15.
Eurobaromètre	Sondage d'opinion officiel effectué dans l'UE	Publication trimestrielle par la Commission
Eurogroupe	Les douze ministres des Finances ou de l'Économie des États qui participent à la zone euro.	Organe informel appelé à l'origine "Euro 11" (puis "Euro 12" après l'adhésion de la Grèce à la zone euro.
Conseil européen	Les chefs d'État ou de gouvernement de l'UE (pour la France participation tant du Président que du Premier ministre)	Officiellement, le Conseil, "réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement". Réunions généralement appelées "sommets".
Eurosystème	Sous-groupe du SEBC	Les 12 banques centrales de la zone euro plus la BCE.
CIG	Conférence intergouvernementale	Négociations entre les États membres de l'UE dans le but de parvenir sur les modifications du Traité.
M3	Une définition ("monnaie au sens large") de la masse monétaire	Liquidités + réserves bancaires à la Banque centrale + comptes d'épargne + certaines dettes à court terme.
Traité de Maastricht	Officiellement, le "Traité sur l'Union européenne"	Signé à Maastricht le 2 février 1992. Contient des dispositions détaillées en vue de la création de l'UEM
OCA	Zone monétaire optimale	Théorie de la ZMO définie par Mundell en 1961.
le "serpent"	Système de taux de change du début des années 70	Établi dans le cadre du plan Werner. S'est effondré en 1973.

I. La Théorie des Monnaies

*Pourquoi devrions-nous payer pour des roubles inconvertibles, alors que nous pouvons imprimer nos propres roubles? L'argent, c'est le pouvoir!*¹

Les fonctions de la monnaie

Tout peut servir de monnaie d'échange si cette monnaie est reconnue comme telle par ses utilisateurs. Ainsi, en 1776, dans *la richesse des nations*, Adam Smith citait Homère pour illustrer cette affirmation:

L'armure de Diomède ne coûtait que neuf boeufs mais celle de Glaucus en coûtait cent.

Les boeufs sont toutefois difficiles à manipuler et ont la fâcheuse caractéristique d'être mortels. Ces considérations de portabilité, de durabilité et de divisibilité ont finalement amené les hommes à utiliser comme monnaies des métaux puis le papier et enfin des données stockées électroniquement.

Les monnaies servent traditionnellement de moyen d'échange de réserve de valeur et d'unité de compte. L'acceptation générale d'une monnaie étalon unique rend possible la comparaison rationnelle de prix ainsi que de valeurs actuelles et futures. Plus une zone géographique accueille et voit de transactions, plus grande y est la mobilité des personnes, des biens, des services et des capitaux, et plus grande est la valeur d'une telle monnaie étalon. Cette zone forme une "zone monétaire optimale".

En même temps, le contrôle de la masse monétaire a toujours suscité un vif intérêt politique. De nombreux pays ont longtemps considéré la détention d'une monnaie propre comme un élément essentiel de la "souveraineté nationale" (voir la citation en tête).

Il faut toutefois se garder de penser qu'il s'agit d'une question de principe hautement constitutionnelle qui dépasse le niveau purement économique. Le monopole de la masse monétaire apporte aux gouvernements certains avantages pécuniaires dont les citoyens ne bénéficient pas nécessairement.

Citons d'abord le *seigneurage*², un élément dont bénéficie l'émetteur de monnaie. De plus, ce qu'Adam Smith appelait l'"*avarice et l'injustice des princes et des États souverains*" a permis aux rois médiévaux, par exemple, d'emprunter de la monnaie en pièces d'un certain poids ou d'une certaine pureté puis de rembourser leur dette en monnaie dépréciée. De telles opérations sont devenues encore plus faciles avec l'apparition du papier-monnaie. Les gouvernements qui empruntent à leurs propres citoyens peuvent faire disparaître leurs dettes en recourant simplement à l'inflation par le biais des presses à imprimer les billets; une astuce qui fonctionne jusqu'à ce que les taux d'intérêt montent en flèche, que la réputation de solvabilité dégringole et que la monnaie finisse par s'effondrer.

Si la valeur de la monnaie est dépréciée de la sorte, son utilité comme unité de compte et réserve de valeur est compromise. Dans ce sens, elle ne diffère pas d'un système de mesure des poids, des distances ou du temps. D'où la recherche de "monnaie saine".

¹ Citation du Président de la commission parlementaire ukrainienne sur la Réforme économique, M. Volodymyr Pilipchuk en 1991.

² Mis à part les coûts de la frappe ou de l'impression, l'émetteur de monnaie bénéficie, sans frais, de son pouvoir d'achat initial.

Dans un monde idéal, selon l'économiste américain Milton Friedman, la masse monétaire devrait augmenter régulièrement et parallèlement au potentiel de production. La plupart des pays développés et l'Union européenne ont récemment essayé de susciter un effet de ce type en accordant une certaine "indépendance" à leurs banques centrales, c'est-à-dire en les protégeant le plus possible contre les pressions politiques qui cherchent à leur faire renflouer des gouvernements imprudents ou corrompus.

Taux de change

Le système monétaire international se caractérise par une multiplicité de monnaies. Pour la plupart, celles-ci émanent d'États-nations souverains, une situation que le philosophe John Stuart Mill a décrite pour la postérité comme un "barbarisme". Le développement de la structure des gouvernements modernes s'est souvent traduit par la ségrégation économique de certaines régions, notamment par l'imposition de contrôles des changes et de l'inconvertibilité.

Le principal argument favorable aux monnaies séparées est le fait que les fluctuations des taux de change, provoquées soit par une décision administrative dans le cas de taux gérés, soit par le jeu des forces du marché dans le cas de taux flottants, constituent un moyen appréciable de compenser les déséquilibres des performances économiques des pays. Si, pour quelque raison, les biens produits par un pays ne sont plus compétitifs, ce pays peut en remonter le prix sur le marché grâce à une chute de la valeur extérieure de sa monnaie.

L'altération d'un taux de change n'est cependant pas une option simple ou bénigne. En premier lieu, la situation sera très différente si cette modification sert à corriger un mauvais alignement "fondamental" ou si elle n'est qu'un moyen apparemment facile de sortir de problèmes économiques réels, qui ne peuvent être résolus en profondeur que par une réforme structurelle interne. La tentation pour un gouvernement de régler ses dettes par l'inflation est aggravée par la tentation d'échapper aux conséquences extérieures par la dévaluation.

Même s'il n'existe pas de référence commune déterminant en quoi consiste un taux de change "correct" ou "d'équilibre", il est clair que la sous-évaluation ou la surévaluation de la monnaie d'un pays peut soit renforcer la position concurrentielle internationale de son économie, soit lui nuire. Tandis qu'une monnaie sous-évaluée donne un coup de fouet aux exportations, la surévaluation rend les exportations difficiles, ce qui peut éventuellement déboucher sur un déficit de la balance commerciale et une baisse de la croissance économique. Dans chacun de ces cas, la médaille a son revers. La dépréciation entraîne une augmentation des prix à l'importation, ce qui peut se traduire par une hausse de l'inflation en raison du niveau des prix à la production et des effets secondaires, par exemple la pression sur les salaires. Quant à l'appréciation de la monnaie, elle rend les importations moins chères et contribue donc à réduire l'inflation.

Mais depuis quelques années, la plupart des économistes ne croient plus en l'"activisme macroéconomique" que permettent en théorie les taux de change flexibles. De même, ils ne croient plus guère en la capacité des taux de change à corriger les déséquilibres économiques. Ils doutent aussi de la compatibilité de taux de change flexibles avec des marchés sans entraves. L'on a craint, par exemple, que des pays appartenant au marché unique de l'UE mais pas à la zone euro ne se lancent dans une "dévaluation compétitive". Comme la modification d'un taux de change fait changer la demande entre les pays, elle produit un effet d'affaiblissement du voisin.

Systèmes alternatifs

Dans le passé, les débats académiques et politiques concernant les taux de change ont souvent été centrés sur les mérites relatifs des systèmes gérés (taux fixes, parités à crémaillère,

mécanismes de taux de change, fonds monétaires, etc.) et des systèmes à taux fluctuants librement. Ces deux systèmes ont leurs inconvénients.

Par exemple, tout système géré présuppose l'emploi d'instruments monétaires et autres destinés à maintenir les parités à un niveau déterminé (comme, par exemple, dans le cas du mécanisme de taux de change du système monétaire européen) ou, à tout le moins, à effectuer les changements de parité de façon ordonnée. Ces instruments comprennent les interventions des banques centrales sur les marchés des changes ainsi que les modifications des taux d'intérêt à court terme.

De telles mesures peuvent toutefois avoir des conséquences dommageables sur la politique monétaire intérieure. Une politique qui consiste à diminuer la valeur extérieure d'une monnaie par l'achat d'autres monnaies au moyen des fonds d'une banque centrale crée des pressions inflationnistes intérieures, à moins que l'opération ne soit "stérilisée" par des dépôts spéciaux et d'autres mesures. Le recours à l'or ainsi qu'à des réserves ou emprunts en monnaies convertibles pour soutenir une certaine parité peut mener à des pertes désastreuses en cas d'échec, comme le Royaume-Uni l'a constaté à ses frais en 1992.

Ce même épisode a également illustré les risques inhérents aux altérations des taux d'intérêt à court terme. Dans les années immédiatement antérieures à 1992, tant l'inflation intérieure que la faiblesse extérieure de la livre sterling semblaient indiquer la nécessité d'une hausse des taux d'intérêt. Mais lorsque l'inflation est retombée, les taux *nominaux* élevés sont devenus des taux *réels* élevés et ont exercé une pression déflationniste. Les conditions économiques intérieures nécessitaient des taux plus bas.

La livre sterling était toutefois obligée de rester dans l'étroite marge de fluctuations du MTC. Cette situation a atteint son paroxysme en août et en septembre, lorsque des positions spéculatives considérables ont été prises au détriment de la livre. La première mesure de défense a été une intervention officielle sur les marchés des changes, soutenue par l'activation du programme d'emprunts en écus. Un ajustement des taux d'intérêt a constitué la seconde défense. Toutefois, ni cette intervention, ni la baisse des taux d'intérêt à court terme allemands, ni la hausse à 15 % du taux d'intérêt britannique n'ont réussi à convaincre les marchés que la parité existante était soutenable; de plus, les besoins de l'économie nationale semblaient exclure toute hausse ultérieure du taux d'intérêt britannique. Le 16 septembre, le "mercredi noir", la livre sterling a quitté le MTC.

Au Royaume-Uni, ces événements ont eu une incidence profonde sur l'opinion officielle et publique. D'une part, il y règne désormais une antipathie à l'égard des systèmes de taux de change gérés, comme le SME, que l'ancien conseiller économique de M^{me} Thatcher, le professeur Alan Walters, avait mémorablement décrit comme "ne tenant pas debout". D'autre part, les Britanniques ont depuis lors une attitude bien plus sceptique envers le projet, très différent, de monnaie unique.

Volatilité

Les systèmes de taux de change flottants ont eux aussi leurs inconvénients, surtout:

les effets de la volatilité sur les investissements, le commerce et la conduite de la politique économique;

le fait que les marchés ont tendance à produire des parités qui ne correspondent pas aux principes économiques fondamentaux.

Indépendamment du niveau réel des taux de change, la volatilité peut entraîner des conséquences économiques importantes. Si elle est élevée, elle provoque une hausse des coûts de couverture contre les fluctuations des monnaies, et donc des coûts des échanges entre zones monétaires.

Paradoxalement, comme le montre une étude³ du FMI, ce type d'effets augmente depuis peu à cause de la "*baisse spectaculaire des coûts des transactions sur les marchés financiers*", une baisse qui s'explique par la révolution des technologies des télécommunications et de l'information. La forte volatilité des taux de change touche aussi l'économie nationale en influençant le comportement des sociétés. Un investissement apparemment intéressant peut se révéler non rentable alors même qu'aucun principe économique fondamental n'a changé.

L'incertitude entourant la stabilité du taux de change d'un pays peut également déboucher sur une baisse à la fois des investissements nationaux et des IDE (investissements directs étrangers). À ce stade, il importe toutefois de noter qu'un solide flux entrant d'IDE (comme dans le cas actuel du Royaume-Uni hors de la zone euro) ne signifie pas nécessairement que le risque de change est absent. La volatilité peut aussi bien entraîner une *mauvaise répartition* qu'un manque d'investissements: une diversification des capacités dans des zones monétaires séparées, une source de coûts qui n'existerait pas en cas de fusion des zones.

De plus, les marchés financiers ne produisent pas nécessairement, ni même habituellement, des taux de change "d'équilibre", c'est-à-dire des taux pouvant être justifiés par des flux commerciaux, des coûts comparatifs ou d'autres indicateurs. De fortes fluctuations des taux de change peuvent découler d'activités spéculatives, qui peuvent s'avérer "auto-réalisées". En outre, la volatilité s'auto-alimente: de petites fluctuations peuvent rapidement s'amplifier en raison des effets d'entraînement et de la tendance des marchés des changes à se dépasser.

Zones monétaires optimales

Les avantages de la capacité à changer la parité extérieure d'une monnaie ne sont donc pas du tout évidents. L'influence positive ou négative de cette capacité sur le bien-être des citoyens dépend en théorie de leur appartenance à une "zone monétaire optimale".

La formulation initiale des conditions qui déterminent la couverture géographique d'une monnaie est largement attribuée à un article publié en 1961 par R. Mundell⁴, lauréat d'un prix Nobel. Puisque le but d'une monnaie est d'être "pratique", avançait Mundell, la zone monétaire idéale est "*le monde, indépendamment du nombre de régions qui le composent*". Toutefois, étant donnée la nécessité pratique de politiques de stabilisation dans les économies existantes, une zone a besoin d'une monnaie séparée si, en raison d'un choc macroéconomique, les coûts économiques de l'ajustement à opérer par des altérations des niveaux des salaires et des prix ou par la mobilité des facteurs (travail et capital) sont supérieurs aux coûts induits par la modification du taux de change.

À cela, McKinnon⁵ ajoute qu'une politique de taux de change est de toute façon un instrument d'ajustement inadéquat pour n'importe quelle petite économie de type ouvert dont les échanges couvrent une proportion substantielle du PIB.

Par conséquent, selon cette théorie, deux pays qui réagissent à un choc de façon identique, c'est-à-dire *symétriquement*, et qui échangent une proportion substantielle de leur PIB devraient fixer leurs taux de change ou former une union monétaire.

³ Mussa, M., Masson, P., Swoboda, A., Jadresic, E., Mauro, P. et Berg, A., *Exchange Rate Regimes in an increasingly integrated world economy*, FMI, avril 2000.

⁴ Mundell, R., "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, n° 51, 1961.

⁵ McKinnon, R. I., "Optimum currency areas", *American Economic Review*, 1963.

Dès 1953, Milton Friedman avait observé ceci:

*"Un groupe de nations politiquement indépendantes qui adhèrent toutes fermement, par exemple, à l'étalon-or, doivent de ce fait se soumettre à une autorité monétaire centrale, bien qu'impersonnelle. Si, de plus, ces nations adhèrent tout aussi fermement au principe de la libre circulation des biens, des personnes et des capitaux sans restrictions, et que les conditions économiques facilitent cette liberté de circulation, ces nations forment de fait une unité économique pour laquelle une monnaie unique [...] serait appropriée."*⁶.

Spécialisation, asymétrie et taux d'intérêt

Évidemment, la théorie des zones monétaires optimales a été fortement affinée depuis la publication en 1961 de l'article de Mundell. Par exemple, dans un article publié en 1969, P.B. Kenen souligne l'importance de la diversification des produits en tant que critère de délimitation des zones monétaires optimales. Cet auteur estime que:

*"la diversité des produits d'une nation [...] peut être plus importante que la mobilité de son travail."*⁷.

Plus une région se spécialise, plus elle réagit *asymétriquement* aux chocs économiques communs. Il vaut donc mieux qu'une zone composée de régions très spécialisées n'emploie *pas* de monnaie unique.

Dès lors, on a pu affirmer qu'une zone monétaire unique ne convenait pas à l'Union européenne, car sa spécialisation induit des disparités dans sa structure économique. En réalité, les statistiques d'emploi par secteur, lorsqu'on les examine à long terme, montrent que les économies européennes se ressemblent *de plus en plus* sous l'effet de l'intégration du marché. Pour la décennie 1986-1996, les chiffres de l'emploi dans l'agriculture révèlent non seulement une baisse régulière du pourcentage d'occupation de main-d'œuvre, mais également une convergence régulière entre les pourcentages de divers États membres, comme l'indique la baisse de l'écart type. Dans le cas de l'emploi dans le secteur industriel, on constate une ressemblance marquée des structures partout dans l'UE, comme l'indique le faible écart type. Il existe une convergence régulière du même type en ce qui concerne l'emploi dans le secteur des services.

Néanmoins, la majeure partie du débat sur l'union monétaire en Europe s'est concentrée sur le problème de l'asymétrie et sur la question qui en découle et qui consiste à savoir si une politique monétaire de "taille unique" peut s'avérer optimale. D'autres causes que la spécialisation peuvent donner lieu aux différentes réactions, propres à chaque région, face aux événements économiques: par exemple, les régions présentent différents comportements d'échange et d'investissement outre-mer ou, simplement, elles sont à des stades différents de leur cycle économique. Une augmentation des taux d'intérêt à court terme pourrait avoir des effets divers car des mécanismes monétaires différents influencent l'économie réelle par divers décalages.

Depuis que le SEBC a pris la responsabilité de la politique monétaire de la zone euro, la question a toujours été de savoir si les taux d'intérêt des banques centrales ont été fixés au niveau "correct". En clair, si les taux d'inflation diffèrent entre plusieurs régions d'une même zone monétaire, un taux d'intérêt *nominal* uniforme donnera lieu à différents taux d'intérêt *réels* (voir

⁶ Friedman, M., "The case for Flexible Exchange Rates", *Essays in Positive Economics*, Chicago, 1953.

⁷ Kenen, P.B., "The theory of optimum currency areas: an eclectic view", *Monetary Problems of the International Economy*, Mundell, R.A. et Swoboda, A.K., (eds), pp.41-60, University of Chicago Press, 1969.

le tableau 1). Plus l'inflation est élevée, plus le taux d'intérêt réel est faible – et, paradoxalement, expansionniste⁸.

Tableau 1: Taux de soumission minimal réel de la BCE dans les pays de la zone euro
(nominal: 3,25 %)

Pays	Taux d'inflation (moyenne sur 12 mois)	Taux d'intérêt réel
Allemagne	1,1	2,15
Autriche	1,8	1,45
Belgique	1,8	1,45
Espagne	3,1	0,15
Finlande	2,3	0,95
France	1,7	1,55
Grèce	3,8	- 0,55
Irlande	4,8	- 1,55
Italie	2,4	0,85
Luxembourg	1,7	1,55
Pays-Bas	3,9	- 0,65
Portugal	3,5	- 0,25
ZONE EURO	2,1	1,15

Source: EUROSTAT

Une méthode permettant de calculer le taux d'intérêt à court terme "correct" est la règle de Taylor (d'après le nom de l'économiste américain John Taylor), qui associe le taux d'intérêt à court terme représentatif à deux variables: l'écart de production et l'écart des anticipations inflationnistes par rapport à l'objectif d'inflation⁹. Les applications de cette règle depuis 1999 ont pour effet que les taux d'intérêt de la BCE ont été trop faibles pour certains pays où les taux d'inflation ont été relativement élevés¹⁰, et où les taux d'intérêt réels sont donc négatifs (voir le tableau 1), et trop élevés pour d'autres pays, comme l'Allemagne, qui ont connu une longue récession économique (voir l'encadré 1). Il a été possible de conclure que la zone euro n'est pas une ZMO.

La "critique de Lucas"

Cette conclusion ignore toutefois la possibilité selon laquelle les différences qui semblent permanentes pourraient s'effacer en cas de changement de conjoncture. La "critique de Lucas"¹¹

⁸ Dans un document de mai 2000 destiné à la commission économique et monétaire du Parlement européen, Charles Wyplosz a fait remarquer que ce phénomène s'appelle l'"effet Walters", d'après M. Alan Walters, qui fut conseiller économique de l'ancien Premier ministre britannique Margaret Thatcher.

⁹ Toutefois, différentes applications de cette règle accordent des importances différentes à l'inflation et à l'écart de production.

¹⁰ On pourrait penser que dans une zone monétaire unique il ne peut y avoir qu'un seul taux d'inflation. Dans la pratique, divers facteurs peuvent donner lieu à des différences entre plusieurs régions. Les comportements de consommation peuvent varier et donc exercer une influence différente sur les composants des indices des prix (comme c'est le cas dans la zone euro). L'"effet Balassa-Samuelson" est plus fondamental, car il établit une distinction entre les prix des biens qui peuvent être échangés entre les pays et les prix des biens qui ne le peuvent pas (par exemple, le logement). Pour une explication complète, voir "Les écarts d'inflation dans une union monétaire", dans le *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 1999, et "La convergence des prix et la concurrence dans la zone euro" dans le *Bulletin mensuel* de la BCE d'août 2002.

¹¹ Formulée par Lucas, R. E. Jr., en 1976: lorsque la conjoncture économique change, il n'est plus guère possible de tirer des enseignements des expériences passées. ("Econometric policy evaluation: a critique", *Série de conférences Carnegie-Rochester sur la politique publique*, Amsterdam). Les cibles principales de la "critique de Lucas" étaient les modèles économétriques qui tentaient de prévoir les effets des changements de politiques sur l'économie, sans tenir compte des effets des prévisions elles-mêmes sur le comportement.

appliquée à de nombreuses recherches existantes stipule justement que les asymétries qui semblent empêcher une certaine région de devenir une ZMO auront en fait, si une union monétaire est quand même établie, des effets beaucoup plus faibles que prévu car l'union changera d'elle-même les comportements.

Ainsi, l'un des opposants à l'adhésion britannique à la zone euro insiste sur la prédominance des dettes à taux d'intérêt variables au Royaume-Uni par rapport à d'autres pays de l'UE:

"[...] au Royaume-Uni, les dettes hypothécaires représentent 60 % du PIB contre à peine 40 % en Allemagne, 25 % en France et moins de 10 % en Italie. [...] Les dettes à taux d'intérêt variables du secteur des particuliers totalisent 64 % du PIB au Royaume-Uni, et seulement 16 % en France, 3 % en Allemagne et 2 % en Italie."¹².

Pourtant, les hypothèques à taux variables sont l'héritage d'une ancienne "culture de l'inflation", qui ne devrait plus exister au sein de l'UEM. Il y a en effet déjà certains signes, observés par Eltis lui-même, indiquant que le faible niveau de l'inflation britannique de ces dernières années encourage un changement d'orientation en faveur des emprunts à taux fixes.

Politique budgétaire

Une autre question suscitant pour l'instant un vif intérêt politique consiste à savoir dans quelle mesure l'existence d'une union monétaire implique la coordination ou l'harmonisation des politiques budgétaires.

Il est par exemple évident que l'expansion budgétaire de l'une des parties de la zone aura des retombées sur les parties voisines. Au début, certains effets commerciaux positifs se feront sentir: l'augmentation de la demande dans l'économie en expansion entraînera une hausse des importations venant des partenaires commerciaux. Toutefois, un déficit budgétaire plus important et une augmentation des emprunts dans la région en expansion budgétaire donneront également lieu à des pressions inflationnistes. Celles-ci pousseront l'autorité monétaire à relever les taux d'intérêt applicables à l'ensemble de la zone monétaire, ce qui aura des effets déflationnistes, lesquels seront susceptibles d'annuler les effets commerciaux ressentis. Un tel cycle a pu être observé au sein du SME à la suite de la réunification allemande.

De plus, bien que les effets d'ensemble finaux de l'"expansion budgétaire dans un pays" puissent être négatifs, n'importe quelle partie d'une zone monétaire pourrait être tentée d'y recourir. Dans une union monétaire, la menace d'une expansion budgétaire excessive qui mènerait à une dépréciation de la monnaie nationale n'existe plus. Des politiques budgétaires menées sans coordination peuvent donc créer une *"tendance inhérente vers un manque de contraintes budgétaires"*¹³.

¹² Eltis, W., *Further Considerations on EMU*, Centre for Policy Studies, juin 1998.

¹³ "Marché unique, monnaie unique – Une évaluation des avantages et des coûts potentiels de la création d'une Union économique et monétaire", *Économie européenne*, n° 14, octobre 1990.

Encadré 1: Taux d'intérêt sous la Règle Taylor

Le département "Global Economic and Strategy Research" (recherche sur l'économie mondiale et sur les stratégies) d'UBS Warburg a utilisé la "règle de Taylor" afin de calculer les taux d'intérêt pour la zone euro dans son ensemble, pour certains pays qui en font partie et pour le Royaume-Uni.

La version de la règle utilisée était :

$$r = r_n + \text{objectif d'inflation} + \frac{1}{2}(p-p^*) + \frac{1}{2}(y-y^*)$$

où r est le taux d'intérêt nominal, ou taux implicite de la politique, r_n est le taux d'intérêt réel neutre, $p-p^*$ est l'écart de l'inflation réelle par rapport à l'objectif, $y-y^*$ est l'écart de la production réelle par rapport à la tendance, c'est-à-dire l'écart de production.

Les calculs ont été basés sur un objectif d'inflation de 1,75 %. Les écarts de production ont été estimés par l'OCDE. En octobre 2002, le taux d'intérêt que la BCE a établi pour la zone euro était de 3,75 %. Le taux d'intérêt que la Bank of England a établi pour le Royaume-Uni était de 4 %.

Tableau 2: Écarts des taux d'intérêt induits par la règle de Taylor

	Inflation de l'IPCH	Écart d'inflation	Écart de production	Taux Taylor	Écart induit des taux d'intérêt
Zone Euro	2,1	+ 0,3	- 1,6	3,36	- 0,11
Allemagne	1,1	- 0,6	- 2,6	2,38	+ 0,87
France	1,7	- 0,1	- 0,5	3,72	- 0,47
Italie	2,4	+ 0,6	- 2,3	3,17	+ 0,08
Espagne	3,6	+ 1,9	- 1,2	4,34	- 1,09
Pays-Bas	3,9	+ 2,2	- 1,3	4,45	- 1,2
Irlande	4,8	+ 3,1	+ 1,7	6,39	- 3,14
Portugal	3,5	+ 1,7	- 1,1	4,31	- 1,06
Royaume-Uni	0,9	- 0,9	- 0,3	3,43	+ 0,57

Source: "UK Preparations for EMU", UBS Warburg.

Les écarts obtenus entre les taux d'intérêt donnés par la règle de Taylor et ceux réellement appliqués indiquent que le taux d'intérêt établi par la BCE pour la zone euro dans son ensemble était très légèrement faible. Dans les cas de la France, de l'Espagne, des Pays-Bas et du Portugal, le taux d'intérêt était bien plus faible et dans le cas de l'Irlande il était quelque peu supérieur à la moitié du taux induit par la règle de Taylor. Dans le cas de l'Italie, le taux d'intérêt était très légèrement élevé et dans le cas de l'Allemagne il était bien plus élevé.

Ces chiffres signifient que la politique du taux d'intérêt de la BCE est correcte dans les grandes lignes. Une étude publiée en 1999 par la Banque des règlements internationaux (*The Taylor Rule and Interest Rates in the EMU Area*, Working Paper 73, août 1999) a conclu que:

"si la BCE devait mener une politique monétaire utilisant la règle de Taylor, elle ne s'écarterait pas beaucoup du taux d'intérêt antérieur (pondéré) déterminant le comportement dans les pays faisant partie de la zone de l'UEM."

Il convient également de remarquer que le taux de 4 % établi par la Bank of England était aussi trop élevé de plus d'un demi-point de pourcentage. Le taux de 3,25 % établi par la BCE pour la zone euro aurait été *plus* approprié pour le Royaume-Uni d'après la règle de Taylor, étant donné l'objectif d'inflation supposé.

Cette tendance peut être renforcée par le problème du "risque moral". Une autorité budgétaire peut accumuler des déficits et des dettes insoutenables, forte de la connaissance qu'elle sera renflouée en cas de non-remboursement¹⁴. L'attente d'une aide sera particulièrement forte si la dette en question forme une partie importante de portefeuilles extérieurs d'autrui.

De telles considérations impliquent que les différentes parties d'une union monétaire doivent accepter un certain niveau de contrainte dans leur liberté de mener des politiques budgétaires, même si cela est en contradiction, dans une certaine mesure, avec les aspects de la souveraineté nationale, étatique ou parlementaire. Le rapport Delors de 1989 a en effet conclu que

"des politiques budgétaires nationales non coordonnées et divergentes risquent de miner la stabilité monétaire."

De telles contraintes peuvent s'établir sous la forme de règles relatives au financement des déficits et des dettes budgétaires ou sous la forme de limites spécifiques des niveaux des déficits et des dettes. Ces deux types de contraintes ont été instaurées dans la zone euro (voir le chapitre III).

La position budgétaire globale

La nécessité de coordonner les politiques budgétaires nationales au sein de la zone euro est renforcée par l'absence virtuelle d'un budget central et "fédéral". Dans une étude réalisée en 1993 sur les questions financières publiques, la Commission a observé que

"[...] dans tous les États fédéraux matures, c'est le gouvernement central qui assure la stabilisation macroéconomique de l'union dans son ensemble."¹⁵

La taille des budgets fédéraux permet à la fois le fonctionnement des "stabilisateurs automatiques" et la conduite de politiques plus pro-actives (voir l'encadré 2). Les positions budgétaires autonomes des États constituants soit sont insuffisantes pour perturber la position fédérale, soit s'annulent.

Par contraste, le budget de la Communauté européenne, qui représente 1,2 % du PIB, par rapport à près de 50 % pour les budgets nationaux des États membres et à 22 % pour le budget fédéral des États-Unis, est bien maigre. Même si ce budget devait augmenter pour atteindre entre 5 et 7 % du PIB, suivant la proposition du rapport McDougall en 1977, il resterait bien inférieur à la fourchette de 20-25 % des budgets fédéraux existants et les effets stabilisateurs seraient tout aussi faibles. De plus, le budget communautaire est financé par le système complexe des "ressources propres", qui étouffe les effets stabilisateurs du côté des recettes. Nous en arrivons à la conclusion que la stabilisation budgétaire n'est possible que par la "position budgétaire globale" des budgets nationaux pris dans leur ensemble et qu'une telle position optimale ne peut être atteinte que par une coordination des politiques budgétaires et économiques.

Redistribution

Une autre question est soulevée par le rôle joué par les finances publiques dans la redistribution des revenus. Dans la plupart des économies modernes, cette redistribution s'opère entre des particuliers, des groupes et des régions, et son étendue dépend des politiques sociales menées par l'administration.

Dans le contexte d'une union monétaire, c'est surtout de redistribution *géographique* dont il est question. Quand une zone monétaire dispose d'un budget central substantiel, financé par

¹⁴ Les États-Unis fournissent les exemples récents de New York City et de l'Orange County.

¹⁵ "Monnaie stable - Finances saines: Les finances publiques de la Communauté dans la perspective de l'UEM", *Économie européenne*, n° 53, 1993.

l'imposition générale, ce budget agit comme une "pompe». Ainsi, les fonds sont automatiquement transférés des régions les plus riches, qui sont plus taxées et perçoivent moins de paiements de sécurité sociale et autres, vers les régions les plus pauvres, qui sont moins imposées et perçoivent davantage de paiements de sécurité sociale.

En l'absence d'un budget central substantiel, bien que l'impact des fonds structurels ou de cohésion et celui des opérations menées par la Banque européenne d'investissement aient été considérables pour certaines économies, les principaux mécanismes d'ajustement budgétaire dans le cas de la zone euro sont les budgets nationaux. Ensemble, ceux-ci assurent un niveau élevé d'"assurance" entre les régions d'un même État membre.

Les budgets nationaux ne fournissent pas une telle assurance *entre* les États membres. Cependant, les disparités entre les diverses régions *d'un même* État membre sont nettement plus marquées que celles existant d'un État membre à un autre. Par exemple, le PIB par habitant des régions de l'Italie du Nord se situe entre 120 % et 130 % de la moyenne de l'UE, tandis que celui des régions du Sud du même pays atteint à peine de 60 % à 90 % de cette moyenne.

Encadré 2: Politiques budgétaire et monétaire

Les opinions académiques sont en général fortement divisées au sujet de l'efficacité relative des politiques budgétaire et monétaire et de la relation qui les unit. La position "**keynésienne**" traditionnelle veut que la politique monétaire soit relativement passive – c'est-à-dire que les taux d'intérêt et la masse monétaire s'adaptent à la demande de monnaie émanant de l'économie « réelle » – et que la politique budgétaire soit pro-active et anticyclique, en d'autres termes, que les taxes diminuent et que les dépenses publiques augmentent en période de récession, et *vice versa*.

De son côté, l'école "**monétariste**" avance que les "politiques budgétaires trop fines" font en général plus de tort que de bien. À cause des décalages existant entre les actions budgétaires et leurs effets sur l'économie, ces actions peuvent se révéler aussi bien procycliques qu'anticycliques. De plus, comme les gouvernements qui veulent être réélus ont tendance à éviter d'imposer un trop lourd fardeau à l'économie, il se crée un effet de cliquet dans le sens d'une augmentation de la dette publique et d'une croissance soutenue du secteur public. Il vaut donc mieux réserver les réglages très fins aux modifications des taux d'intérêt et à la maîtrise de la masse monétaire.

L'un des points clés de ce débat est le fonctionnement des **stabilisateurs budgétaires automatiques**. En période de croissance de la demande, l'augmentation des recettes fiscales et la baisse des dépenses sociales réduisent automatiquement les pressions inflationnistes par le biais de restrictions budgétaires. De la même façon, lorsque la demande diminue, le relâchement de la ponction fiscale et l'augmentation des dépenses sociales donnent automatiquement un coup de fouet budgétaire à l'économie. Les chiffres des pays de l'UE indiquent, en gros, une croissance de 0,5 % du déficit budgétaire pour chaque baisse de 1 % du PIB.

Les partisans de la vision la plus restrictive du rôle de la politique budgétaire voudraient même limiter ces effets automatiques, notamment par la fixation de limites fixes applicables aux déficits budgétaires (voir le chapitre III). Ce que l'on appelle la "**nouvelle synthèse néoclassique**" permettrait toutefois le fonctionnement des stabilisateurs budgétaires tout en prônant la conduite d'une politique monétaire pro-active.

II. Bref historique de l'UEM

"L'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas." (Jacques Rueff, 1949).

Les hommes politiques et les hommes d'affaires ne supporteront pas longtemps la volatilité des taux de change dans un marché véritablement ouvert ; ils exigeront des mesures à l'encontre soit de la volatilité, soit de l'ouverture. (*The Economist*, 13 février 1993).

Le traité de Rome signé en 1957 afin d'instituer la Communauté économique européenne ne contenait aucune référence à une monnaie unique. Par contre, il a établi une politique agricole commune (PAC) devant assurer le maintien d'un niveau identique des prix agricoles, exprimés en "dollars verts", dans l'ensemble des six États membres qui formaient la Communauté à l'époque. Cependant, toute fluctuation de taux de change se répercutait clairement sur les paiements reçus par les agriculteurs. Ainsi, une appréciation du mark allemand par rapport au franc français, par exemple, signifiait que les agriculteurs allemands recevraient moins que leurs collègues français, et ce, pour un même prix en "dollars verts". Par conséquent, la Commission a proposé de fixer les taux de change en les liant entre eux.

Ce système n'a rien donné. Les problèmes agricoles ont finalement été résolus par l'expédient que sont les taux de change "verts" spéciaux et les montants compensatoires monétaires (MCM) payés ou déduits lorsque les produits passent les frontières. La seule avancée qui, à la lumière des événements postérieurs, peut être considérée comme déterminante est la création en 1964 du Comité des gouverneurs des banques centrales de la CE, précurseur tout d'abord de l'Institut monétaire européen et ensuite de la Banque centrale européenne.

Le plan Werner, le serpent et le SME

Le deuxième essai de création d'une union monétaire a été plus délibéré. Le mois d'octobre 1970 a vu la publication du Plan Werner¹⁶, qui énonçait les trois phases de la création de l'union monétaire.

1. la convertibilité complète des monnaies,
2. la libéralisation complète des marchés des capitaux et des marchés financiers et
3. la fixation d'un lien irrévocable entre les taux de change.

Pendant les deux années suivantes, des décisions ont été prises en vue de la réalisation progressive de l'union. Les diverses monnaies, y compris la livre sterling après l'adhésion britannique à la Communauté en 1973, ont été liées entre elles au sein d'un mécanisme de taux de change, qui a été surnommé le "serpent dans le tunnel"¹⁷. Malheureusement, ce mécanisme n'a pas duré longtemps. L'économie mondiale a été frappée par l'augmentation rapide des prix du pétrole qui a suivi la guerre du Kippour au Moyen-Orient. Le président Nixon a supprimé le lien qui existait entre le dollar et l'or et l'époque de relative stabilité monétaire internationale entamée à Bretton Woods après la Seconde Guerre mondiale a pris fin.

L'année 1979 a marqué un nouveau départ avec le Système monétaire européen (SME), qui a lié entre elles la plupart des monnaies de la Communauté au sein d'un Mécanisme de taux de change (MTC). La conception de ce mécanisme a été plus compliquée que celle qui a présidé à

¹⁶ "Rapport au Conseil et à la Commission sur la réalisation de l'Union économique et monétaire dans la Communauté", *Supplément au bulletin des Communautés européennes*, 8 octobre 1970. Pierre Werner était le Premier ministre du Luxembourg et avait déjà demandé en 1960 la création d'une union monétaire: il peut donc être considéré à juste titre comme le "père" de la monnaie unique. Il est décédé en juin 2002 à l'âge de 88 ans.

la création du "serpent": des marges de fluctuation fixes ont été fixées non seulement entre toute monnaie et le "taux central" de l'unité monétaire européenne (ECU), mais également entre chaque paire de monnaies (la "grille"). La responsabilité du maintien des parités était en principe symétrique, c'est-à-dire qu'une action était attendue des autorités gérant tant les monnaies qui s'appréciaient que celles qui se dépréciaient. Un réalignement était prévu en cas de "déséquilibre fondamental".

À l'époque, d'aucuns prédisaient avec assurance que le SME connaîtrait tôt ou tard le même sort que le "serpent". De fait, les premières années ont vu de fréquents réalignements, surtout en raison de l'inexorable appréciation du mark allemand. Cependant, dans la seconde moitié des années 1980, il est devenu manifeste que ce système, renforcé par les accords de Bâle-Nyborg de 1987 sur les mécanismes de soutien, était un succès. Les réalignements devenant de moins en moins nécessaires, le système a pu atteindre son but principal: la création d'une "zone de stabilité monétaire". De plus, la participation au MTC a commencé à produire des effets sur d'autres facteurs, notamment les taux d'inflation. Citons à cet égard l'exemple spectaculaire de la France: à l'époque d'avant le SME, entre 1975 et 1980, l'inflation française atteignait 10,5 % par an. Dans la période 1985-1990, au cours de laquelle, dans le cadre du MTC, le franc français s'est accroché avec ténacité au mark allemand, peu marqué par l'inflation, l'inflation française est retombée à 2,9 % par an.

La réussite du SME, tout comme celle de la Communauté européenne, a attiré de nouveaux membres. Après dix années au cours desquelles le Premier ministre britannique Margaret Thatcher a promis une adhésion "en temps voulu", la livre sterling a fini par intégrer le système en 1990. Parmi les États membres de l'époque, seuls le Portugal et la Grèce n'en faisaient pas encore partie.

Cette période placée sous le signe de la réussite a duré jusqu'en septembre 1992.

Le rapport Delors

Entre-temps, la démonstration apparente du fait que des taux de change relativement fixes *pouvaient* être maintenus avec succès avait encouragé de nouvelles initiatives dans le sens d'une union monétaire complète. En tout cas, une série d'arguments divers pointaient dans cette direction.

Dès le départ, la stabilité du SME s'était fortement appuyée sur le rôle de "monnaie d'ancrage" du mark allemand. Par conséquent, le système semblait politiquement asymétrique: les politiques monétaires de pays tels que la France étaient considérablement influencées par les décisions de la Bundesbank allemande, laquelle menait sa politique en s'inspirant largement des besoins nationaux allemands¹⁸. Les Français voyaient donc dans une union monétaire dotée d'une Banque centrale européenne un moyen de **retrouver leur souveraineté économique**

La fin des années 1980 a vu une tendance déterminée, essentiellement menée par des députés du Parlement européen, pour la suppression des obstacles non tarifaires au commerce au sein de la Communauté et la création d'un "véritable marché commun". En mars 1985, la Commission a publié le livre blanc Cockfield, qui présentait un programme visant à la création d'un marché unique pour la fin de 1992. Plusieurs études avaient montré que ce programme aurait pour effet d'ajouter une portion considérable au PIB global, mais aussi que le gain serait encore plus important si une union monétaire était également créée. Pour atteindre l'objectif de 1992, une partie de la motivation consistait à créer un marché européen de plus de 300 millions de dollars qui serait le pendant du marché américain de 250 millions de dollars. Celui-ci était cependant davantage qu'un marché unique puisqu'il avait également supprimé les coûts de change

¹⁸ Le lecteur féru de théories des jeux reconnaîtra ici ce que l'on appelle le modèle de Stackelberg.

intérieurs ("un dollar est un dollar, que l'on soit dans le Maine ou en Californie"). En bref, **le marché unique avait besoin d'une monnaie unique**

L'un des éléments du programme de 1992 avait été perçu comme un argument particulièrement fort pour la monnaie unique: la libre circulation des capitaux requise par le traité de Rome lui-même. Puisque l'on ne pouvait empêcher les "capitaux flottants" de circuler entre les marchés financiers nationaux, l'on craignait que le maintien de la stabilité des taux de change entre des monnaies européennes séparées ne devienne de plus en plus difficile. **Si la Communauté ne voulait pas retomber dans le système de contrôle des changes, elle devait progresser vers l'union monétaire.**

L'ouverture parallèle des marchés financiers mondiaux a ajouté à cette pression. Le chiffre d'affaires total des marchés des changes était estimé à plus de mille milliards de dollars *par jour*, soit plus du double des réserves détenues par les banques centrales. Dans leur rapport annuel de 1992, les gouverneurs des banques de la Communauté ont fait observer ceci:

"Dans un environnement de liberté complète des mouvements de capitaux, des pressions spéculatives massives sur les taux de change peuvent apparaître, même si les parités centrales sont soutenues par des conditions économiques saines et stables."

L'UEM était considérée comme une **protection contre la menace de tempêtes financières internationales.**

Une autre caractéristique de l'économie américaine donnait aussi à penser qu'une union monétaire serait la bienvenue: la relativement faible **proportion du PIB échangé hors de sa propre zone monétaire.** Cette caractéristique réduisait l'impact économique des mouvements des taux de change et permettait à la Banque de la réserve fédérale de garder une attitude d'"indifférence bienveillante" à l'égard de la parité extérieure du dollar. Pris en tant que zones monétaires séparées, les États membres de la Communauté échangeaient plus de 30 % de leur PIB avec l'extérieur. Cependant, en considérant une zone monétaire unique, cette proportion devait retomber pour se situer approximativement au même niveau qu'aux États-Unis (10,8 % dans le cas des exportations et 13,5 % dans celui des importations en 2000)¹⁹.

On a également avancé qu'une monnaie unique européenne serait à même de "**regarder le dollar en face**", de rivaliser avec lui comme monnaie de réserve et comme unité pour la fixation des prix des matières premières. La fusion de marchés obligataires nationaux créerait un nouveau marché plus liquide tant pour la dette publique que pour les dettes commerciales. Les portefeuilles internationaux seraient modifiés afin de contenir davantage d'actifs libellés dans la nouvelle monnaie européenne au détriment du dollar. Certaines études prévoyaient même que cette modification entraînerait une ruée sur le dollar et, partant, une surévaluation de la monnaie européenne.

Enfin, la cause de la monnaie unique a été servie par de puissants arguments non économiques. Alors que les opposants à l'UEM avançaient que l'abolition des monnaies nationales impliquait un sacrifice de l'identité nationale, ses partisans la voyaient comme un puissant instrument qui permettrait de réaliser l'objectif du Traité consistant en une "*union sans cesse plus étroite entre les peuples de l'Europe*". En octobre 1990, le Conseil européen de Rome, qui finit par décider de faire progresser l'UEM, avait explicitement déclaré qu'une monnaie unique serait pour la Communauté "*une expression de son identité et de son unité*".

¹⁹ En réalité, puisque le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni ne font pas partie de la zone euro, ces valeurs sont passées, en milieu d'année 2000, à 16,9 % dans le cas des exportations et à 15,4 % dans celui des importations.

À la suite de ces pressions, la réunion des chefs d'État et de gouvernement de la Communauté qui s'est tenue à Hanovre en juin 1988 a mis sur pied un groupe d'étude sous la férule de Jacques Delors, président de la Commission. Ce groupe avait pour mission de proposer des "phases concrètes" vers la formation de l'Union économique et monétaire.

À ce stade, il peut être utile de se demander pourquoi il était question d'une Union *économique* et monétaire?²⁰ Pour répondre à cette question, il faut remonter aux premiers débats des années 1960 à propos de la façon de réaliser au mieux une monnaie unique. Il existait à l'époque deux grandes écoles de pensée.

Il y avait d'un côté les "**économistes**", dont l'argument était, selon les mots d'Otto Pöhl, alors président de la Bundesbank²¹, que "*l'intégration monétaire ne pouvait avancer plus vite que l'intégration économique générale.*" Si cette avance devait avoir lieu, elle entraînerait une aggravation de problèmes structurels à long terme et de graves désavantages pour certaines régions.

De l'autre côté se trouvaient les "**monétaristes**". D'après ceux-ci, loin de devoir attendre la convergence économique, l'union monétaire devait plutôt être un instrument permettant la réalisation de cette convergence. Bien que certaines régions de la Communauté puissent subir de relatives difficultés temporaires, celles-ci seraient plus que compensées par les effets dynamiques globaux.

Selon la conclusion du comité Delors, un certain "parallélisme" était nécessaire entre l'économique et le monétaire, même si "*un parallélisme parfait à tout moment était impossible...*". Son rapport²² proposait de réaliser l'UEM en trois phases:

1. Adhésion de toutes les monnaies de la CE au MTC et création d'une "zone financière unique".
2. Dans une phase transitoire, mise sur pied d'un "Système européen de banques centrales" (SEBC) et diminution des marges de fluctuation entre les monnaies.
3. La troisième phase devait commencer par la fixation irrévocable des taux de change et le transfert de certains pouvoirs en matière de politique économique et monétaire aux institutions de la Communauté, notamment à une Banque centrale européenne. Cette phase devait s'achever avec le remplacement des monnaies nationales par une monnaie unique, l'"écu".

Décembre 1990 a vu l'organisation d'une conférence intergouvernementale (CIG) consacrée à l'UEM, conférence dont les conclusions ont finalement été incorporées au traité sur l'Union européenne, signé dans la ville néerlandaise de Maastricht en février 1992.

Le processus de Maastricht

Le point de départ de la CIG sur l'UEM était la nécessité d'atteindre un certain degré de convergence économique préalable. Une proposition du gouvernement britannique selon laquelle cette convergence ne serait pas nécessaire si la monnaie pouvait être "commune" (c'est-à-dire exister en parallèle avec les monnaies nationales) et non pas "unique" (en les remplaçant) n'a reçu que peu de soutien. Au lieu de cela, les discussions ont surtout concerné les matières devant faire l'objet d'une convergence pour qu'une monnaie unique devienne réalisable. Une distinction a été établie entre convergence "nominale" et "réelle".

²⁰ Pendant longtemps, on a eu tendance à mal interpréter le sigle "UEM" en "union *européenne* monétaire".

²¹ Ces propos sont extraits d'un document annexé au rapport Delors.

²² *Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne*, Office des publications officielles des Communautés européennes, mai 1989.

Convergence nominale

Dans le cas des facteurs nominaux, un consensus a été atteint, d'une part, sur le caractère essentiel d'un "*niveau élevé de convergence durable*", notamment en matière de taux d'inflation et, d'autre part, sur le fait que la nature permanente ou non de la convergence de l'inflation apparaîtrait d'après les mouvements des taux d'intérêt à long terme. Il a donc été décidé que, pour pouvoir participer à la monnaie unique, un État membre devait présenter:

"un taux d'inflation ne dépassant pas de plus de 1,5 point de pourcentage celui, au plus, des trois États membres les plus performants en termes de stabilité des prix"; et

"un taux d'intérêt nominal à long terme moyen ne dépassant pas de plus de 2 points de pourcentage" celui des trois mêmes États membres.

Le but d'une monnaie unique impliquait également la convergence des taux de change vers un niveau stable avant qu'ils ne soient liés entre eux de façon irrévocable. Les critères de Maastricht comprenaient donc:

*"le respect pendant au moins deux ans des marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de taux de change du Système monétaire européen, sans dévaluation par rapport à la monnaie de tout autre État membre."*²³.

Dès l'ouverture du débat sur l'UEM, un consensus est apparu selon lequel le système devait, d'après les propos du rapport Delors, "*être orienté vers l'objectif de stabilité des prix*". Pour ce faire, il fallait en faire l'objectif principal de la politique monétaire²⁴. Le rapport Delors s'est cependant demandé s'il n'y avait pas un risque que des "*politiques budgétaires nationales non coordonnées et divergentes ne minent la stabilité monétaire*". À la CIG, les négociateurs de l'Allemagne ont déterminé que toute monnaie unique devait être aussi stable que le mark allemand et ont vivement plaidé pour une convergence préalable tant des niveaux des déficits budgétaires que des niveaux globaux des dettes publiques. Et d'ajouter que la convergence devait s'opérer dans le sens de niveaux bas et que, une fois la monnaie unique concrétisée, la convergence devait être permanente et légalement contraignante.

Un contre-argument a été avancé par la délégation britannique, entre autres: les risques inhérents aux niveaux des déficits budgétaires et des dettes ne provenaient pas de leur niveau à proprement parler mais de la façon dont ils étaient financés. Les pouvoirs publics devraient être libres de gérer leur déficit et d'emprunter comme bon leur semble, pour autant qu'ils remboursent aux taux du marché. Ceux qui accumuleraient un déficit et des dettes jugés "excessifs" devraient rembourser selon des taux d'intérêt de plus en plus élevés, jusqu'à ce qu'il leur devienne tout bonnement impossible d'emprunter. Il suffirait d'empêcher la tricherie et les "risques moraux", c'est-à-dire empêcher le financement de dettes par l' "impression de monnaie", l'accès privilégié au financement et le renflouement des défaillants.

En définitive, les deux solutions ont été inscrites dans le Traité.

Les critères de convergence préalables comprennent "*le caractère soutenable de la situation des finances publiques*", défini comme "*une situation des finances publiques qui n'accuse pas un déficit excessif*". La situation de chaque pays est jugée par rapport à deux valeurs de référence:

un ratio de 3 % entre le déficit budgétaire prévu ou effectif et le PIB;

²³ Les événements de 1992 et 1993, décrits plus bas, ont en pratique créé des problèmes d'interprétation dans le cas de ce critère. Au moment des évaluations en 1998, la Commission a trouvé nécessaire d'interpréter tant l'expression "marges normales de fluctuation" que la période de deux ans. Pour connaître l'analyse de l'interprétation actuelle de ce critère, consulter la section sur le "Critère du taux de change" dans le chapitre V.

²⁴ Cette décision a été incorporée à l'article 105 du Traité.

un ratio de 60 % entre la dette publique globale et le PIB, ratio que la situation nationale n'excède pas ou dont elle "s'approche [...] à un rythme satisfaisant";

de plus, une procédure en cas de déficit excessif devait entrer en vigueur à partir de l'instauration de l'UEM. Cette procédure a été incorporée à l'article 104 (ex-article 104 C) du Traité (voir le chapitre suivant).

Les interdictions du financement monétaire, de l'accès privilégié et du renflouement ont été incorporées dans les articles 101, 102 et 103 actuels du Traité.

Convergence réelle

Toutefois, en dehors de la CIG, de nombreux intervenants académiques et politiques soutenaient que ces critères n'allaient pas assez loin. Ils voulaient que l'on ajoute aux facteurs nominaux une convergence de facteurs "réels" tels que les taux de productivité, de croissance et de chômage. Faute de quoi, privées de la possibilité de modifier les taux d'intérêt ou les taux de change, des régions désavantagées de la Communauté – la "périphérie" a été explicitement mentionnée – ne seraient pas concurrentielles.

L'une des réponses à ce type de problèmes réside dans ce que l'on nomme la "**cohésion**" en jargon communautaire. Ce concept renvoie surtout au transfert de fonds par l'intermédiaire du budget communautaire existant (fonds structurels et de cohésion) ou par celui de la Banque européenne d'investissement. Il englobe également d'autres aspects de la politique régionale et sociale, par exemple les dérogations spéciales à la politique de concurrence et les régimes spéciaux applicables à certaines industries.

Il a été admis dès le départ que l'union monétaire nécessitait l'extension et l'amélioration de telles politiques. La première phase de l'UEM comprenait déjà des mesures budgétaires, notamment le doublement des fonds structurels. Le Fonds de cohésion a été créé précisément afin d'aider les pays dont on estimait qu'ils auraient le plus de mal à s'adapter aux changements.

L'ironie du sort a voulu que la réalité s'avère très différente. Depuis le lancement de la troisième phase de l'UEM en 1999, ce sont justement les pays de la "périphérie vulnérable", à savoir l'Espagne, le Portugal, la Finlande et, surtout, l'Irlande, qui ont connu les taux de croissance économique les plus élevés et ce sont les pays du centre prospère, à commencer par l'Allemagne, dont les performances ont été les plus décevantes.

Les événements de 1992 et 1993

On a beaucoup écrit pour expliquer pourquoi l'apparemment solide "zone de stabilité monétaire" représentée par le SME a éclaté en 1992 et 1993. Parmi les récriminations qui ont suivi ces événements, des critiques virulentes ont visé les principaux hommes politiques et banquiers concernés, en particulier ceux qui ont participé aux deux réunions ECOFIN immédiatement antérieures au "mercredi noir", qui a vu l'exclusion de la livre sterling et de la lire italienne du MTC. En conclusion, les autorités auraient dû soit accepter un alignement, soit prendre des mesures beaucoup plus fermes pour défendre les parités existantes.

Les causes sous-jacentes de ces événements ne prêtent guère à discussion: la difficulté de maintenir un système de taux de change fixes dans un environnement caractérisé par la liberté des mouvements de capitaux et les problèmes particuliers engendrés par le rôle de "monnaie d'ancrage" du mark allemand. La réunification allemande a constitué un "choc asymétrique" classique, qui a obligé le gouvernement allemand à augmenter les dépenses publiques. Il en a résulté une hausse des taux d'intérêt (8,75 % au milieu de l'année 1992), qui a à son tour exercé une pression à la hausse sur le taux de change. Les capitaux liquides ont délaissé le dollar en faveur du mark allemand et les autres monnaies du SME se sont retrouvées au milieu de la

tourmente. Citons au passage le fameux exemple de spéculation sur la livre sterling qui a rapporté au financier George Soros quelque 10 milliards de cette monnaie.

L'instabilité du SME s'est poursuivie en 1993, des vagues de spéculation frappant les monnaies les unes après les autres. Cette année-là, la peseta espagnole a été dévaluée de 8 % en mai. Enfin, en juillet, le franc français a subi une pression écrasante, malgré le fait que l'inflation en France n'était que de 2 %, soit moins de la moitié de celle de l'Allemagne. En août, les autorités ont admis leur échec et ont élargi dans les deux sens la marge normale de fluctuation du MTC, qui est alors passée de 2,25 % à 15 %.

À l'époque, de nombreux observateurs ont interprété ces événements comme une menace sur l'ensemble du programme de Maastricht. En réalité, les échecs subis en 1992 et 1993 par le SME ont fortement renforcé l'argumentation en faveur de l'UEM. À la fin de 1992, conformément au calendrier Cockfield, le marché unique est officiellement entré en vigueur. Les craintes que l'instabilité monétaire ne détruise tout l'édifice étaient cependant très réelles. La livre sterling chutait rapidement, suscitant des plaintes de "dévaluation concurrentielle". Les derniers pouvoirs permettant d'activer des contrôles des changes, qui avaient aidé à protéger la livre irlandaise en 1992, appartenaient désormais au passé.

L'opinion de la majeure partie du secteur des affaires et du commerce sur cette situation est résumée par la citation extraite de l'*Economist* qui figure en tête du présent chapitre.

La réalisation de l'UEM

La seconde phase de l'UEM a vu le jour, comme prévu, au début de 1994. À ce moment, tous les États membres qui espéraient participer à l'union monétaire avaient aboli les restrictions frappant les mouvements de capitaux et avaient établi des programmes pluriannuels afin d'assurer la convergence durable nécessaire à la réalisation de l'Union économique et monétaire.

Cette seconde phase a également vu la création de l'Institut monétaire européen (IME) par la transformation du Comité des gouverneurs des banques centrales en une institution consacrée par un traité. La mission principale de l'IME consistait à préparer la voie pour la monnaie unique et un Système européen de banques centrales (SEBC). Au début de la troisième phase, il devait devenir la Banque centrale européenne (BCE).

Le traité de Maastricht avait permis une certaine flexibilité du calendrier. La date-butoir avait été fixée au 1^{er} janvier 1999 mais le Conseil européen avait eu la possibilité de fixer une date antérieure s'il le souhaitait, ce qu'il n'a pas fait en fin de compte.

Alors que l'échéance de fin 1998 se rapprochait, des voix se sont élevées pour demander instamment un nouveau report de date. La seconde phase semblait devenir ce que le *Financial Times* du 28 mai 1997 a décrit comme une "*fin de jeu mettant les nerfs à rude épreuve*". Un choix semblait devoir s'imposer entre:

une large UEM composée d'environ dix ou onze États membres (le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni ayant annoncé leur intention de ne *pas* y participer²⁵), mais fondée sur une interprétation "souple" ou "politique" des critères de convergence; ou

un "noyau dur" de six ou sept pays, fondé sur une interprétation stricte ou dite "de banque centrale" de ces critères.

²⁵ L'une des particularités du traité de Maastricht est que les pays qui satisfont aux critères de convergence sont *obligés* de participer à la troisième phase de l'UEM, qu'ils le veuillent ou non. Pour cette raison, le Danemark et le Royaume-Uni ont négocié des protocoles spécifiques qui les excluent du champ d'application de cette disposition. La Suède, qui a rejoint l'UE ultérieurement, s'est arrogé une clause d'exclusion "politique" similaire (voir le chapitre V).

Toute l'attention s'est tournée vers le groupe de pays décrit à ce moment comme le "Club Med": l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce. L'on s'interrogeait sur leur capacité réelle à satisfaire aux critères de convergence, en particulier celui ayant trait au déficit budgétaire.

Les partisans de l'option "noyau dur" soutenaient que tout adoucissement des critères opéré afin de pouvoir accueillir le "Club Med" mènerait à une UEM instable. L'on craignait, en particulier en Allemagne, que la nouvelle monnaie unique, au lieu d'être aussi forte que le mark allemand, ne serait que ce que l'on appelait avec mépris une "monnaie espéranto".

En même temps, beaucoup craignaient que le choix de l'option "noyau dur" ne soit encore pire qu'une absence de choix (c'est-à-dire le report du problème). Le marché unique de l'UE serait scindé entre une "première" et une "seconde" division, avec le risque que les économies des deux divisions finissent par diverger au lieu de converger. Plus que tout, l'exclusion de pays comme l'Italie et l'Espagne, qui déployaient des efforts surhumains pour satisfaire aux critères, pouvait avoir des effets politiques explosifs tant au sein de ces pays que dans l'ensemble de l'UE.

Au fur et à mesure de l'intensification du suivi des statistiques de convergence, il est cependant devenu manifeste que la situation réelle de chaque pays n'était pas aussi simple à déterminer. Même s'il était clair que la Grèce ne pourrait se qualifier et que le cas de l'Italie était incertain, le Portugal et l'Espagne ne semblaient pas avoir de problèmes pour satisfaire aux critères. D'un autre côté, des doutes commençaient à apparaître concernant la capacité de la France à faire passer son déficit budgétaire en dessous de la barre des 3 % du PIB sans une mesure de "comptabilité créative". Le niveau de la dette publique de l'Italie excédait les 100 % de son PIB, mais il en allait de même pour la Belgique.

Le calendrier fixé pour le passage à la monnaie unique se présentait comme suit:

Mars 1998: la **Commission** et l'**Institut monétaire européen** présentent le rapport sur les pays ayant satisfait aux critères de convergence.

7 mai: une séance spéciale du **Parlement européen** communique ses recommandations. Sur ces bases, l'**ECOFIN** (les ministres des Finances des États membres) et les quinze **chefs d'État ou de gouvernement** décident des pays qui se sont qualifiés.

1^{er} janvier 1999: les taux de change des monnaies nationales participantes sont fixés de façon irrévocable et la monnaie unique naît officiellement. Celle-ci peut s'employer pour les comptes, les contrats, etc. sur une base de "non-obligation et non-interdiction". La dette publique est libellée en euros.

D'autres pays de l'UE peuvent participer à la monnaie unique s'ils satisfont aux critères fixés. C'est le cas de la **Grèce** en 2001.

1^{er} janvier 2002: les billets et pièces en euros sont mis en circulation et ont cours légal parallèlement aux monnaies nationales.

1^{er} juillet (au plus tard): les billets et pièces nationaux sont retirés de la circulation.

Au moment de la fixation de ce calendrier, une série d'autres décisions avaient été prises. L'on avait supposé, à l'époque du traité de Maastricht, que la monnaie unique serait appelée l'ÉCU, un nom qui constituait une heureuse coïncidence entre l'acronyme de "European Currency Unit" (unité monétaire européenne) et l'*écu d'or*, une ancienne pièce de monnaie française. En allemand, cependant, ce nom créait certaines difficultés ²⁶. Malgré le fait que le traité ne

²⁶ Ainsi, est-ce "die ECU" (*Währungseinheit*, le terme allemand désignant une "unité monétaire", est du genre féminin), ou "der ECU" (la traduction de l'"écu" français)?

mentionne que le mot "ÉCU", il a été décidé lors du sommet de Madrid, en décembre 1995, de donner à la nouvelle monnaie le nom d'"euro".

Un long débat avait également eu lieu pour déterminer la façon d'éviter les tensions entre taux de change dans la période située entre la décision des adhésions de "première vague" en mai 1998 et la fixation irrévocable des parités à la fin de cette année. On se demandait si certains pays ne seraient pas tentés de provoquer une dépréciation de leur monnaie afin d'obtenir un avantage concurrentiel au sein même du système. Par conséquent, les parités entre les monnaies participantes ont été fixées à l'avance à leur taux central du MTC et ont pris la forme de six chiffres significatifs.

La création précoce de la BCE a également été décidée. Les 7 et 8 mai, la commission du Parlement européen compétente en la matière a interviewé et approuvé²⁷, les six candidats au directoire de la BCE. Le 1^{er} juin, le SEBC et la BCE ont commencé à exister, même si leurs pleins pouvoirs ne devaient prendre effet qu'au début de 1999.

Le choix final opéré en mai 1998 en faveur d'une "large" UEM de onze pays a bénéficié d'une quasi-unanimité. Se basant sur les chiffres de 1997, la Commission avait pu constater en mars que tous les pays sauf la Grèce répondaient aux critères de convergence (voir le tableau 2). Le ratio endettement/PIB de la Belgique et de l'Italie a été considéré comme s'approchant des 60 % à un "rythme satisfaisant".

La fin de 1998 a vu une transition sans problèmes vers la phase finale de l'UEM. La politique monétaire de la zone euro a véritablement été amorcée le 3 décembre de cette année, à l'occasion d'une diminution coordonnée des taux de prêt à 3 % opérée par les banques centrales des pays participants. Au moment où le SEBC est devenu officiellement compétent en la matière, ce taux a été confirmé "pour l'avenir prévisible". L'euro a commencé son existence à un taux de change extérieur d'environ 1,17 dollar.

Les trois premières années

Les observateurs ont réservé un accueil mitigé à la première année d'existence de l'euro. D'une part, la Banque centrale européenne (BCE) a été louée à juste titre pour avoir mené à bien sa première mission qui consistait à assurer la stabilité des prix. Dans la zone euro, le taux d'inflation global est resté inférieur à 1,5 % à la fin de 1999, cela malgré une hausse considérable du prix du pétrole. Ce taux était largement inférieur au plafond de 2 % fixé par la BCE pour définir la stabilité des prix. Les anticipations inflationnistes, mesurées par les rendements des obligations libellées en euros, sont aussi restées à un faible niveau.

Tableau 3: Critères de convergence – Rapport de la Commission du 25 mars 1998

(Cases ombrées = niveaux de référence dépassés)

Pays	Inflation janvier 1998	Déficit (% du PIB) (- en boni)	Dette (% du PIB)	Taux d'intérêt (obligations à 10 ans) janvier 1998

²⁷ Officiellement, l'approbation du Parlement n'était pas indispensable, mais le rejet de tout candidat aurait presque certainement rendu cette nomination impossible. En tout état de cause, la procédure de nomination a suscité certaines incertitudes concernant la position du premier président de la BCE, Wim Duisenberg, qui aurait promis aux chefs d'État et de gouvernement de céder sa place à Claude Trichet, le gouverneur de la banque centrale française, avant la fin de son mandat de huit ans. Wim Duisenberg a cependant confirmé au Parlement que son indépendance par rapport à des instructions de gouvernements ou d'institutions de l'UE, une condition requise par le traité, n'avait pas été compromise et qu'il serait le seul à pouvoir décider du moment opportun pour se retirer. Il a annoncé son départ pour mi-2003.

Allemagne	1,4	2,7	61,3	5,6
Autriche	1,1*	2,5	66,1	5,6
Belgique	1,4	2,1	122,2	5,7
Danemark	1,9	- 0,7	65,1	6,2
Espagne	1,8	2,6	68,8	6,3
Finlande	1,3	0,9	55,8	5,9
France	1,2*	3,0	58,0	5,5
Grèce	5,2	4,0	108,7	9,8
Irlande	1,2*	- 0,9	66,3	6,2
Italie	1,8	2,7	121,6	6,7
Luxembourg	1,4	-1,7	6,7	5,6
Pays-Bas	1,8	1,4	72,1	5,5
Portugal	1,8	2,5	62	6,2
Royaume-Uni	1,8	1,9	53,4	7,0
Suède	1,9	0,8	76,6	6,5
Moyenne de l'UE	1,6	2,4	72,1	6,1
Référence	2,7	3,0	60	7,8

* Les trois pays les plus performants.

La principale cause de doutes était la valeur extérieure de l'euro, en particulier sa parité par rapport au dollar. Dans sa première année d'activité, l'euro a perdu 14,6 % de sa valeur en dollar, la parité en fin d'année atteignant presque exactement 1:1. Parmi les fonctionnaires, les économistes et les observateurs, l'impression générale était que l'euro était sous-évalué et que, selon les propres termes de Wim Duisenberg, président de la BCE, il y avait "*de la place pour une appréciation*". Compte tenu de l'extension de la zone euro, de l'excédent commercial et de la faiblesse de l'inflation, la valeur extérieure de l'euro devait bientôt refléter sa "*force fondamentale*". Des études théoriques de tous bords ont estimé que le taux de change d'"équilibre" de l'euro s'élevait à environ 1,45 dollar²⁸.

Les marchés en ont cependant décidé autrement. Le taux de change de l'euro a continué à baisser, passant sous la barre de 0,90 dollar au début de mai 2000, soit une chute de près de 25 % par rapport à sa valeur en dollar de janvier 1999.

La BCE a souligné à plusieurs reprises qu'elle se préoccupait uniquement de la stabilité des prix intérieure et que celle-ci ne subissait pas l'influence de la dépréciation de l'euro. Au début de l'année 2000, elle a cependant été obligée de changer son fusil d'épaule. Combinée à la forte augmentation du prix du pétrole, la baisse de la parité de l'euro imprimait une "*pression à la hausse sur les prix à l'importation et à la production*", ce qui risquait de déclencher des effets secondaires, notamment un accroissement des revendications salariales. En mars 2000, en effet, le taux d'inflation global de la zone euro, à savoir 2,1 %, dépassait pour la première fois le taux de 2 % fixé par la BCE pour définir la stabilité des prix. En juin de la même année, il atteignait 2,4 % et en avril 2001, 3 %. Dès la fin de 1999, la BCE avait agi pour contrer le risque de hausse

²⁸ Estimation basée sur un modèle de "taux de change d'équilibre fondamental" (FEER, Fundamental Equilibrium Exchange Rate) de Wren-Lewis, S. et Driver, R.L., (1998), "*Real Exchange Rates for the Year 2000*", Institute for International Economics, Washington DC, mai 1998. Pour d'autres estimations, consulter le tableau 1 de l'article "*The Euro Weakness - one more time*", rédigé par Niels Thygesen pour la commission monétaire du Parlement européen, 15 mai 2001.

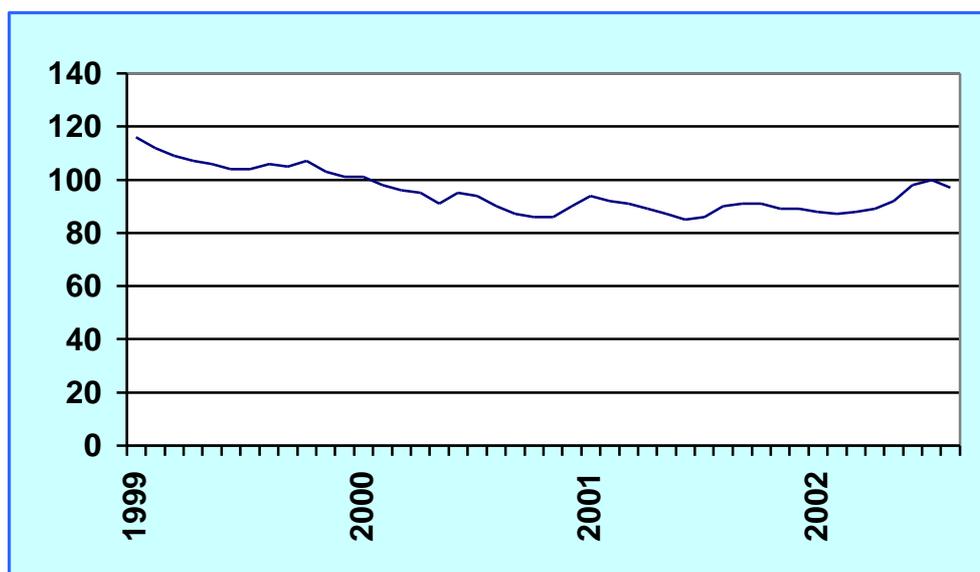
dommageable à la stabilité des prix en relevant ses trois principaux taux d'intérêt en novembre. Ceux-ci ont à nouveau été relevés en février, mars, avril, juin et août 2000.

Ces hausses des taux n'ont pas eu d'effet apparent sur le taux de change de l'euro, qui a perdu plus de 10 % par rapport au dollar pendant les cinq premiers mois de 2000, mais il est vrai que tel n'était pas le but des hausses. À une question posée en avril 1999 lors d'une réunion de la commission économique et monétaire du Parlement européen à propos de l'éventuelle politique d'"indifférence bienveillante" de la BCE envers le taux de change, Wim Duisenberg a répondu en ces termes assez sibyllins:

"Le fait de ne pas avoir une politique de taux de change – et c'est notre cas – ne veut pas dire qu'il y ait une indifférence bienveillante ou malveillante. Pour l'instant, il y a effectivement une certaine indifférence."

Malgré cette approche de la BCE, le taux de change du dollar en est venu à dominer la perception populaire de l'euro. Du point de vue économique, on pouvait soutenir que maintenir un taux de change concurrentiel pour l'euro était la politique à suivre, exactement ce qu'il fallait pour donner un coup de fouet à la production dans la zone euro. Le taux de change moins élevé a clairement stimulé les exportations de la zone euro et joué un rôle important dans la reprise de l'économie allemande au début de l'an 2000.

Schéma 1: Taux de change de l'euro par rapport au dollar, 1999-2002 (centimes de dollar/€)



Par ailleurs, la baisse régulière et imprévue du taux de change de l'euro par rapport au dollar a manifestement eu un impact psychologique dommageable. La nouvelle monnaie européenne a souvent été taxée de faiblesse, malgré l'insistance de la BCE à souligner sa stabilité intérieure générale.

"Depuis sa création, la valeur extérieure de l'euro a été sur le déclin, ce qui n'est pas la meilleure façon pour une monnaie de se construire une bonne réputation chez elle et à l'étranger"

²⁹

²⁹ Deutsche Bank, *Perspectives économiques et financières*, 15 mai 2000.

À la fin de l'année 2000, comme fin 1999, la plupart des observateurs prédisaient une reprise imminente du taux de change et l'atteinte de la parité euro/dollar vers la fin 2001. L'effondrement soudain de la croissance économique des États-Unis dans les derniers mois de 2000 signifiait que la zone euro connaîtrait, pour la première fois depuis des années, un taux de croissance supérieur à celui de la zone dollar. Mais une fois encore, les marchés financiers n'ont pas tenu compte de ces avis. La presse financière a commencé à parler d'une "asymétrie" dans les réactions des marchés: les mauvaises nouvelles des États-Unis ne faisaient pas de tort au dollar et les bonnes nouvelles de l'UE ne faisaient pas de bien à l'euro. La situation a souvent été décrite comme "inexplicable", bien qu'en réalité de nombreuses explications aient été avancées.

Parmi ces explications, l'une des plus plausibles était celle qu'a offerte la Banque des règlements internationaux (BRI). Depuis sa création, la zone euro a connu une incessante sortie nette de capitaux d'investissement; d'après la BRI, ce phénomène s'explique en partie par le fait que:

"[...] l'euro nouvellement créé aurait pu se révéler une trop grande réussite. Les marchés plus étendus et plus liquides, ainsi que les taux d'intérêt relativement faibles, ont encouragé l'émission d'obligations libellées en euros, dont le produit pouvait alors être échangé et utilisé pour financer des investissements ailleurs."³⁰

En effet, une proportion élevée de cette sortie de capitaux a servi à des concentrations et acquisitions aux États-Unis en 1999 et 2000. En 2001, la sortie nette de capitaux s'est poursuivie, mais à un faible niveau. Il en a été de même pendant le premier semestre de 2002, toujours à niveau réduit (sortie nette de 15,3 milliards d'euros, alors qu'elle s'élevait à 123,9 milliards d'euros pendant la même période en 2001). En mai 2002, il s'est produit une entrée nette de 37,1 milliards d'euros dans la zone euro.

Toutefois, les événements du 11 septembre 2001 ont bouleversé le climat économique international. Parallèlement à la Réserve fédérale américaine, la BCE est rapidement intervenue afin de réduire les taux d'intérêt³¹ et de maintenir la confiance: les marchés ont chuté, puis se sont relevés. Le taux de change euro/dollar est entré dans une période de relative instabilité, à un taux situé sous la barre de 0,90 dollar. Même si l'euro était toujours considéré comme étant sous-évalué, le fait même que l'économie de la zone euro n'ait connu aucun bouleversement à la suite des fluctuations intérieures des taux de change, et que plus aucune perturbation n'était en effet possible, a démontré que l'un des objectifs principaux de l'union monétaire avait été atteint.

À la mi-2002, une série de scandales comptables aux États-Unis, associés à l'impression que le déficit commercial américain – avoisinant les 5 % du PIB – ne pouvait plus être financé par les entrées de capitaux, ont précipité la chute du dollar prévue depuis longtemps. Le 15 juillet, l'euro a une fois de plus atteint la parité avec le dollar.

Introduction des billets et pièces en euros

En 2001, l'attention s'est totalement détournée du taux de change pour se porter sur l'arrivée des billets et pièces libellés en euros annoncée pour le début de l'année 2002. Dans les deux mois suivants, presque toutes les monnaies nationales des douze pays participants avaient disparu à jamais.

Pour la majorité des citoyens de la zone euro, le début de la troisième phase de l'UEM au début de 1999 n'avait pas introduit de grands changements en pratique. Malgré la disparition officielle des monnaies nationales participantes, qui étaient devenues des "subdivisions non décimales" de

³⁰ 70^e rapport annuel, Bâle, 5 juin 2000.

³¹ Aucune réunion officielle du Conseil de la BCE n'a eu lieu ; la décision a été prise à l'aide de moyens de télécommunication.

l'euro, celui-ci n'a pas été perçu à l'époque comme une "vraie monnaie". Au cours de la période transitoire de trois ans, l'emploi de l'euro pour la comptabilité et autres applications était resté limité; par ailleurs, une étude de la Commission a révélé que l'intérêt du public pour, par exemple, les prix exprimés en euros est en fait retombé, sous l'effet d'un "facteur de lassitude".

La réussite du projet de l'UEM dépendait donc essentiellement de l'acceptation rapide par le public des billets et pièces en euros, et d'une perturbation minimale du commerce normal.

D'après le rapport *post mortem* de la Commission³², l'introduction des billets et pièces en euros était "*la plus grande opération de changement de monnaie de l'histoire*". Premièrement, le stockage et la distribution de 51 milliards de pièces en euros – pesant en tout 239 000 tonnes – et de 15 milliards de billets en euros – soit un nombre de billets qui, mis bout à bout, représentent cinq fois la distance jusqu'à la lune – ont constitué une opération logistique de grande ampleur. En outre, quelque 170 milliards de pièces nationales et 9 milliards de billets nationaux ont dû être retirés de la circulation.

Deuxièmement, le personnel des banques et des magasins et d'autres acteurs économiques ont dû se préparer à manipuler les nouveaux billets et pièces, mais également à manipuler les billets et pièces en euros *et* les billets et pièces nationaux pendant la période transitoire de deux mois au maximum.

Enfin, le grand public devait être informé des caractéristiques des nouveaux billets et pièces, de leur valeur relative et de leur valeur par rapport aux anciennes monnaies nationales et il devait en outre s'y familiariser.

Les préparatifs comprenaient donc des programmes nationaux détaillés pour le passage à l'euro et d'importantes campagnes d'information, tant à l'échelon national que dans l'ensemble de la zone euro. Les campagnes nationales, financées en partie par le budget de l'UE, ont atteint 321 millions d'euros. La BCE et les banques centrales nationales ont dépensé un montant supplémentaire de 80 millions d'euros. La Commission estime que, si l'on ajoute les actions menées par les banques, les associations commerciales, etc., plus d'un demi-milliard d'euros a été dépensé uniquement pour l'information au public.

Bien entendu, le financement des campagnes d'information ne représentait qu'une petite partie du coût total du changement de monnaie. D'après différentes estimations, les coûts totaux pour le secteur public et privé se situent entre 20 milliards d'euros et 50 milliards d'euros, mais la Fédération bancaire européenne a estimé le coût pour le secteur bancaire seul à 20 milliards d'euros. Une telle diversité d'estimations illustre la difficulté d'établir des calculs précis.

Mise en œuvre du passage à l'euro

L'introduction des billets et pièces libellés en euros qui s'est opérée en douceur le 1^{er} janvier 2002 à minuit a nécessité leur distribution préalable aux banques et aux autres agents économiques. Il était également admis qu'une plus large distribution serait utile pour permettre au grand public de se familiariser avec la nouvelle monnaie. Le Parlement européen, entre autres, a insisté sur la disponibilité préalable des pièces et des billets de faible valeur faciale. Cependant, pour des raisons de sécurité, la BCE³³ et le Conseil ont seulement marqué leur accord pour les "kits de démarrage" composés de pièces. Le calendrier final de 2001 se présentait comme suit:

1^{er} septembre: distribution des pièces aux banques et autres établissements de crédit;

³² "Bilan des opérations d'introduction de l'euro fiduciaire", COM(2002)124, 6.3.2002.

³³ Ces raisons de sécurité sont expliquées en détail dans le rapport de la BCE "*Evaluation of the 2002 Cash Changeover*" d'avril 2002.

1^{er} octobre: distribution des billets aux banques et autres établissements de crédit;

1^{er} décembre: mise des pièces et billets à la disposition des détaillants;

17 décembre: mise de pièces en euros pour une valeur allant jusqu' à 10 euros à la disposition de chaque citoyen.

D'après la Commission, les kits de pièces en euros ont connu un immense succès. Plus de 150 millions de kits, pour une valeur totale de 1,65 milliard d'euros, ont été vendus au cours des deux dernières semaines de décembre et dans certains pays les stocks de départ ont été épuisés en deux jours. Cette vente rapide s'est produite malgré le fait que les nouvelles pièces ne pouvaient être utilisées avant le nouvel an (et seulement 77 tentatives visant à dépenser des billets et pièces en euros avant ce moment ont été enregistrées pour l'ensemble de la zone euro).

Au 1^{er} janvier 2002, environ 6,4 milliards de billets (40 % du total) et 37,5 milliards de pièces (73,5 % du total) avaient déjà été prédistribués.

Normalement, le public retire environ 70 % des billets de banque dont il a besoin à partir des distributeurs automatiques de billets, qui ont donc été les premières sources de distribution des nouveaux billets en euros. Dans certains cas, les distributeurs automatiques de billets ont été chargés à minuit, ce qui a permis aux fêtards du nouvel an de retirer leurs premiers billets en euros avant d'aller se coucher. Dans la plupart des cas, cet approvisionnement s'est fait dans le courant de la journée. Le 3 janvier 2002, 97 % des distributeurs automatiques de billets de la zone euro avaient été approvisionnés en nouveaux billets.

Néanmoins, le commerce de détail constituait un aspect essentiel pour l'introduction de l'euro. Durant les premiers jours de l'année, les clients se sont défaits de leurs billets et pièces nationaux dans les magasins, recevant la monnaie en euros. La formation préalable du personnel s'est donc avérée payante. Le passage à l'euro pour les paiements en espèces a été extrêmement rapide: plus de la moitié d'entre eux étaient faits en euros à la fin de la journée du 4 janvier, les trois quarts le 7 janvier et 95 % à la fin de la journée du 16 janvier.

Toutefois, cet aspect du passage à l'euro a entraîné l'un des rares problèmes. L'évaluation de la BCE fait remarquer que, dans la plupart des pays de la zone euro, des goulets d'étranglement se sont créés lors de la gestion des billets et pièces nationaux "*en raison d'un manque de capacité de transport, de stockage et de traitement*", auquel s'est ajoutée l'"*avidité (inattendue) du public de posséder des espèces en euros*".

La vitesse à laquelle le changement de monnaie s'est déroulé a également soulevé la question de savoir si la période de double circulation aurait pu être plus courte. Le traité de Maastricht prévoyait à l'origine une période allant jusqu'à six mois, mais le Conseil l'a réduite à deux mois. En France (17 février), en Irlande (9 février) et aux Pays-Bas (27 janvier), cette période a été encore plus courte. En Allemagne, le mark a perdu son cours légal le 1^{er} janvier, mais il est resté *de facto* en circulation jusqu'à fin février. Cependant, la BCE conclut que la période de deux mois, "*même si elle n'était pas absolument nécessaire*", était justifiée, car il fallait entre autres accorder aux citoyens "*une période raisonnable d'adaptation*".

Tableau 4: Remboursement ultérieur des billets et pièces nationaux par les banques centrales

Belgique	Billets: Indéfiniment Pièces: Jusqu'à fin 2004
Allemagne	Indéfiniment
Grèce	Billets: Jusqu'au 01/03/2012 Pièces: Jusqu'au 01/03/2004
Espagne	Indéfiniment
France	Billets: Jusqu'au 17/02/2012 Pièces: Jusqu'au 17/02/2005
Irlande	Indéfiniment
Italie	Jusqu'au 01/03/2012
Luxembourg	Billets: Indéfiniment Pièces: Jusqu' à fin 2004
Pays-Bas	Billets: Jusqu'au 01/01/2032 Pièces: Jusqu'au 01/01/2007
Autriche	Indéfiniment
Portugal	Billets: Jusqu'au 30/12/2022 Pièces: Jusqu'au 30/12/2002
Finlande	Jusqu'au 29/02/2012

La BCE fait également remarquer que des quantités considérables d'anciens billets et pièces nationaux n'ont toujours pas été retirées de la circulation. Par exemple, des billets nationaux pour une valeur totale de 38,6 milliards d'euros circulaient toujours au moment où ils avaient perdu leur valeur légale, c'est-à-dire fin février. Bien que des associations de bienfaisance aient récolté de grandes quantités de pièces nationales dans les gares, les aéroports, les centres commerciaux, etc., il est probable qu'un pourcentage considérable de pièces encore en circulation soit perdu, gardé pour des raisons sentimentales ou conservé pour leur éventuelle valeur future comme pièces de collection.

Dans la plupart des pays, il n'était plus possible d'échanger la monnaie nationale contre des euros dans les banques commerciales après la fin du mois de juin 2002. Néanmoins, les banques centrales nationales peuvent toujours la "rembourser", dans certains cas pendant une période indéfinie (voir le tableau 4).

Évaluation du passage à l'euro

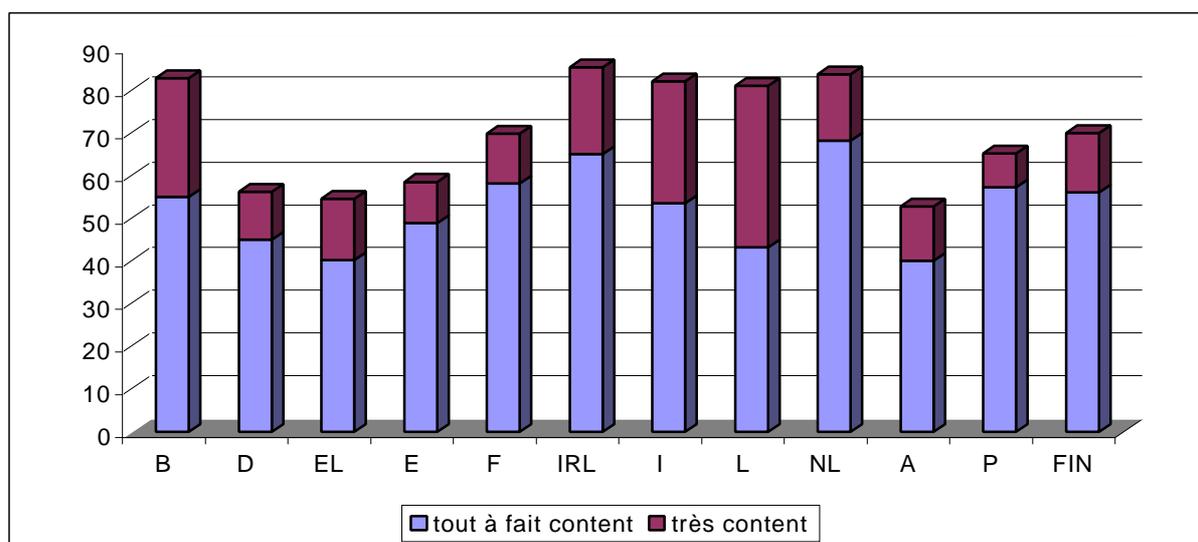
La mise en circulation des billets et pièces en euros a suscité une couverture massive par les médias et les rapports étaient presque unanimes en affirmant que l'opération avait été un succès. Ceux-ci faisaient également remarquer que les problèmes techniques prévus ne s'étaient généralement pas produits et que la nouvelle monnaie avait éveillé un enthousiasme populaire inattendu. Le Président de la BCE, Wim Duisenberg, a révélé le 23 janvier à la commission économique et monétaire du Parlement européen que la Banque avait préparé un grand nombre de "scénarios d'urgence" au cas où le passage à l'euro se serait mal déroulé, mais n'avait envisagé aucun scénario pour l'issue réelle, qui s'est avérée meilleure que prévu.

Au cours de 2001, d'aucuns craignaient que le passage à l'euro ne facilite apparemment les délits et fraudes. Les quantités immenses de billets et pièces à transporter et à stocker semblaient une cible tentante pour les cambrioleurs de banques et les auteurs de détournements de fonds. Le manque de connaissance des nouveaux billets entraînait le risque que les gens ne soient pas

capables de reconnaître les faux billets. En réalité, les vols commis dans les banques ont été moins fréquents que d'habitude et il y a eu moins d'exemples de contrefaçon de billets que dans le cas des monnaies nationales, presque certainement en raison des éléments de sécurité exceptionnels qui apparaissent sur les billets en euros.

L'acceptation de l'euro par le public a été assez élevée dans tous les pays participants, mais d'importantes inégalités sont à noter. Fin janvier 2002, à peine plus de 50 % des gens étaient "très contents" ou "plutôt contents" en Allemagne, en Grèce et en Autriche, tandis que cette catégorie de personnes atteignait 80 % en Belgique, en Irlande et aux Pays-Bas (voir le schéma 2). Des enquêtes ultérieures ont révélé la même tendance.

Schéma 2: "Tout bien réfléchi, êtes-vous personnellement très content, plutôt content, plutôt mécontent ou très mécontent que l'euro soit devenu notre monnaie?"



Source: Enquête "Flash Eurobaromètre" de la Commission, janvier 2002.

La question des prix

La question qui a le plus influencé l'acceptation de l'euro est son effet perçu sur les prix. En effet, cette question alimentait déjà les débats avant le passage à l'euro. L' Eurobaromètre du mois de mars 2001 a révélé que 53 % des consommateurs s'inquiétaient des "abus et tricheries" dont les prix pourraient faire l'objet. En mai, ils étaient 61 % à s'en inquiéter et, en juillet, 66 %, malgré les efforts considérables déployés par les commerçants et les autorités pour rassurer le public.

L'un des problèmes invoqués a été la complexité des calculs à effectuer. Lors du premier examen de la question de la détermination des "taux de change fixés de façon irrévocable", l'une des propositions était la fixation de l'ÉCU (comme il allait s'appeler à l'époque) à deux marks allemands exactement. Les autres taux de change auraient alors été fixés de manière à obtenir également des chiffres ronds: 2 000 lire, 40 BEF/LUF, etc. Néanmoins, le traité de Maastricht stipule que la conversion ne devrait "*pas modifier la valeur extérieure de l'ÉCU*". À cet effet, on a adopté les taux de change nationaux par rapport à l'ÉCU tels qu'ils ont été calculés le 31 décembre 1998 (les taux de change *entre* les monnaies participantes ayant déjà été fixés le 3 mai de cette même année). Ces calculs ont donné pour chaque monnaie six chiffres significatifs, présentés dans le tableau ci-dessous (la drachme ayant été ajoutée ultérieurement).

Tableau 5: Valeur d'un euro calculée selon les taux de conversion officiels

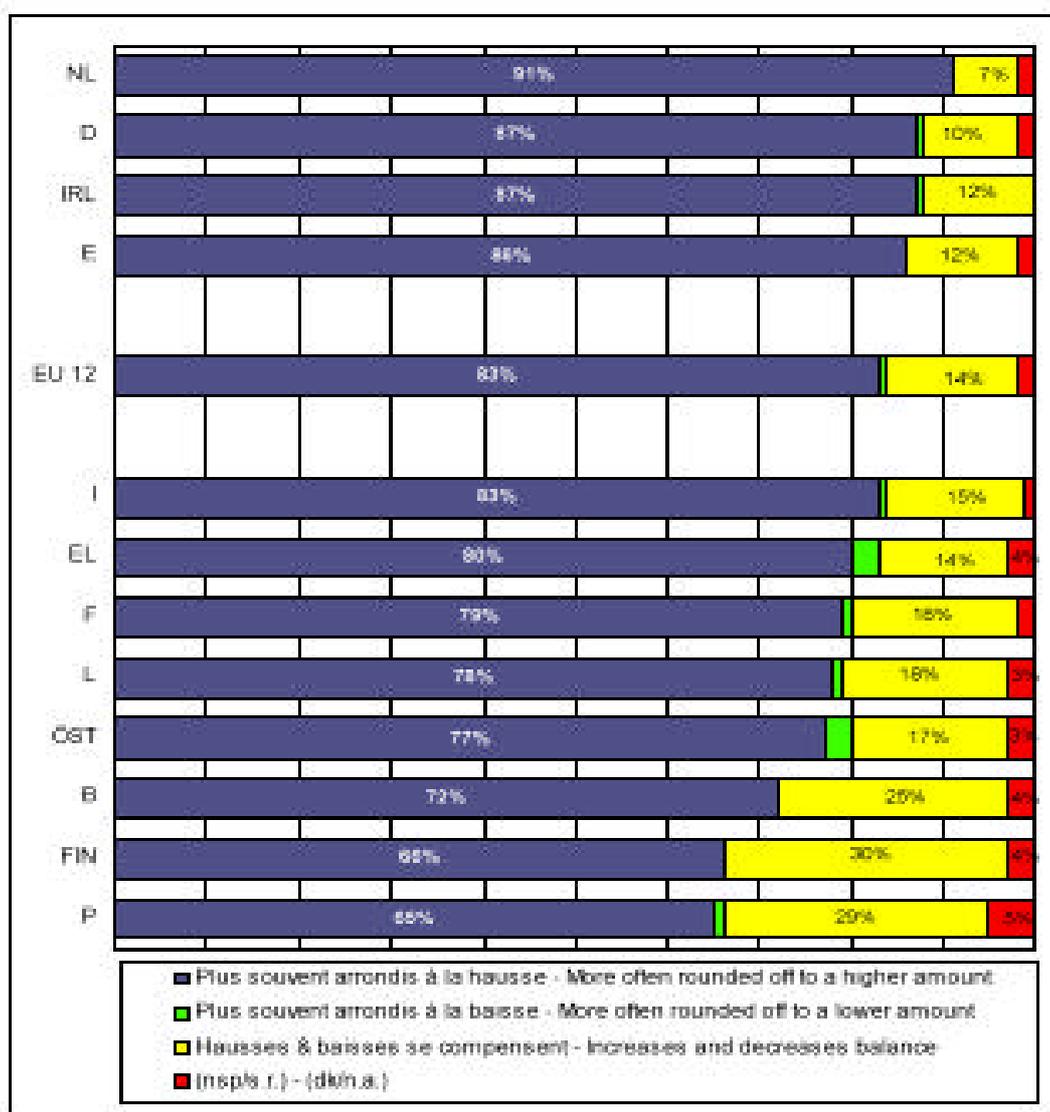
Allemagne (DEM)	1,95583
Autriche (ATS)	13,7603
Belgique (BEF)	40,3399
Espagne (PTE)	200,482
Finlande (FIM)	5,94573
France (FRF)	6,55957
Grèce (GRD)	340,750
Irlande (IEP)	0,787564
Italie (ITL)	1936,27
Luxembourg (LUF)	40,3399
Pays-Bas (NLG)	2,20371
Portugal (ESP)	166,386

Pendant la période du passage à proprement parler, l'affichage des prix à la fois en monnaie nationale et en euros a garanti des conversions théoriquement précises. Toutefois, le passage à l'euro a également impliqué un changement fondamental dans la façon de déterminer les prix. Avant le passage à l'euro, la "monnaie principale" était la monnaie nationale, les équivalents en euros affichés étant calculés selon le taux de conversion. En 2002 – et même dans de nombreux cas en 2001, lorsque les commerces ont commencé à anticiper le passage à la monnaie unique – c'est l'euro qui est devenu la "monnaie principale" et les prix en monnaie nationale n'ont plus été affichés qu'à titre d'équivalent indicatif.

Cette simple "réinitialisation" en euros constituait un risque d'augmentation des prix. L'emploi des taux officiels et des règles d'arrondi³⁴ n'ont donné que rarement des chiffres "pratiques", c'est-à-dire des chiffres qui correspondaient précisément aux valeurs des billets et pièces disponibles. Par exemple, le chiffre rond de 1 000 francs luxembourgeois a ainsi été converti en un montant peu pratique de 24,79 euros. La tentation était grande d'arrondir ce montant vers le haut, c'est-à-dire à 25 euros. De même, les commerçants fixant fréquemment les prix des produits à des niveaux "psychologiquement attrayants", les règles d'arrondi n'ont pas nécessairement donné des prix convertis ayant le même impact commercial que les prix d'origine. Il est également possible de changer les quantités ou les tailles des emballages afin d'obtenir des prix en euros psychologiquement attrayants, ce qui empêche les consommateurs de comparer facilement les prix antérieurs et ultérieurs à la conversion.

³⁴ Des règles très précises d'arrondi ont été établies au tout début de l'UEM. Voir *Introduction de l'euro et arrondi des sommes d'argent*, publié par la Commission en 1998 (II/717/97). Il est intéressant de remarquer (bien qu'en pratique l'impact soit faible) que ces règles d'arrondi en euros contiennent une tendance inhérente à l'arrondi vers le haut. Lorsque le chiffre à arrondir est .5, l'"arrondi des commerçants" est adopté: le chiffre est toujours arrondi vers le haut. Cette règle doit être distinguée de l'"arrondi scientifique" adopté par l'Organisation internationale de normalisation (norme ISO 31/0), selon lequel tous les nombres se terminant par 5 doivent être arrondis au dixième pair le plus proche: par exemple, 15 et 25 s'arrondissent à 20, 35 et 45 s'arrondissent à 40, etc.

Schéma 3: Opinion publique sur l'arrondi à la hausse ou à la baisse des prix



(Les couleurs dans la légende de haut en bas correspondent aux couleurs dans le graphique de gauche à droite)

Source: Eurostat, mai 2002

Toutefois, la BCE, la Commission et d'autres organismes officiels avaient estimé que l'introduction des billets et pièces en euros exercerait à long terme une pression à la baisse sur les prix en raison du renforcement de la concurrence des prix. À court terme, l'éditorial du Bulletin mensuel de janvier 2002 de la BCE énonçait que:

"En ce qui concerne le passage à l'euro fiduciaire, celui-ci ne devrait pas avoir d'effets notables [...] sur le niveau moyen des prix, essentiellement grâce à la forte concurrence dans le secteur de la distribution, à la vigilance sans relâche des consommateurs et à l'engagement des pouvoirs publics de ne pas augmenter le niveau général des prix réglementés."

Il était néanmoins admis que "cette appréciation demeure [...] empreinte d'incertitude".

Conséquences sur les prix

Les premiers chiffres relatifs à l'inflation de début 2002 semblaient montrer que le passage à l'euro n'avait en effet influencé les prix que dans une faible mesure, voire pas du tout. Bien que le taux d'inflation soit passé de 2 % à 2,7 % entre décembre 2001 et janvier 2002, cette augmentation est presque entièrement due à une hausse des prix du pétrole, des prix des fruits et

légumes (en raison du mauvais temps) et des taxes. En février, Eurostat a estimé que l'effet du changement de monnaie sur l'inflation se situait seulement entre 0 % et 0,16 %, mais en juillet il a porté son estimation à 0,2 %.

Mais dès les premières semaines de 2002, des signes anecdotiques ont commencé à mettre en question les chiffres officiels. La presse faisait état de plaintes selon lesquelles les prix du secteur des services (bars, cafés, restaurants, etc.) avaient généralement été arrondis à la hausse, donnant souvent lieu à d'importantes hausses en pourcentage pour certains biens. Plus tard, des enquêtes menées par des organisations de consommateurs et certains organismes officiels ont constaté que les prix semblaient avoir augmenté dans une plus large proportion que celle indiquée par Eurostat.

Aux Pays-Bas, par exemple, la banque centrale a revu ses premières estimations à la hausse concernant les augmentations de prix dues au passage à l'euro, considérant qu'elles se chiffraient à 1,5 % et non plus entre 0,5 % et 0,9 %, et l'association de consommateurs *Consumentenbond* a estimé que ces augmentations se situaient entre 1 et 2 %. En Espagne, l'organisation de consommateurs OCU a de même estimé les augmentations de prix dues au passage à l'euro à 1,6 %. En France, une enquête réalisée par l'association de défense des consommateurs UFC, portant sur un panier de 53 produits en vente dans les supermarchés, a constaté que les prix avaient augmenté en moyenne de 1 % entre mars et juin 2002 et de plus de 2,5 % dans certains cas. De même, en Finlande, en Allemagne, en Italie et dans d'autres pays, des enquêtes ont indiqué des hausses de prix considérables dans divers secteurs de services.

Ces augmentations ont provoqué des protestations du public et des appels au "boycottage des prix". En Allemagne, l'euro a été surnommé le "Teuro"³⁵. En Italie, le ministre des Finances, Giulio Tremonti, a demandé l'émission d'un billet d'un euro, sur le modèle du billet d'un dollar américain, afin de "*rendre sa valeur plus évidente*". L'Eurobaromètre et d'autres enquêtes (voir le schéma 3) avaient déjà constaté qu'une grande majorité du public pensait que les prix avaient été arrondis vers le haut.

Cependant, le rôle *perçu* de l'euro dans l'augmentation des prix n'entre pas nécessairement en contradiction avec l'image d'un impact faible ou nul que donnent les chiffres de l'inflation globale. Premièrement, les règles d'arrondi donnent lieu à de plus grandes modifications en termes de pourcentage pour les prix individuels les plus faibles. Deuxièmement, le public est bien plus sensible aux modifications des prix de biens ou services achetés fréquemment, comme une tasse de café, qu'à celles de biens ou services achetés peu fréquemment, comme des vêtements ou des biens électroniques (voir l'encadré 3).

En France, par exemple, l'enquête de l'UFC ne s'est portée que sur une gamme restreinte de produits. L'organisme chargé de calculer l'inflation globale, *Insee*, a fourni des chiffres comparables et a constaté une stabilité des prix, en ayant recours à un indice couvrant environ 95 % des achats effectués par les ménages, alors que l'indice de l'UFC ne portait que sur 18 % des achats. Une augmentation de 1,1 % du prix des services a été compensée par les baisses de prix, par exemple, des vêtements et du pétrole. En effet, les statistiques concernant l'inflation de l'IPCH dans l'ensemble de la zone euro corroborent cette constatation (voir le schéma 4).

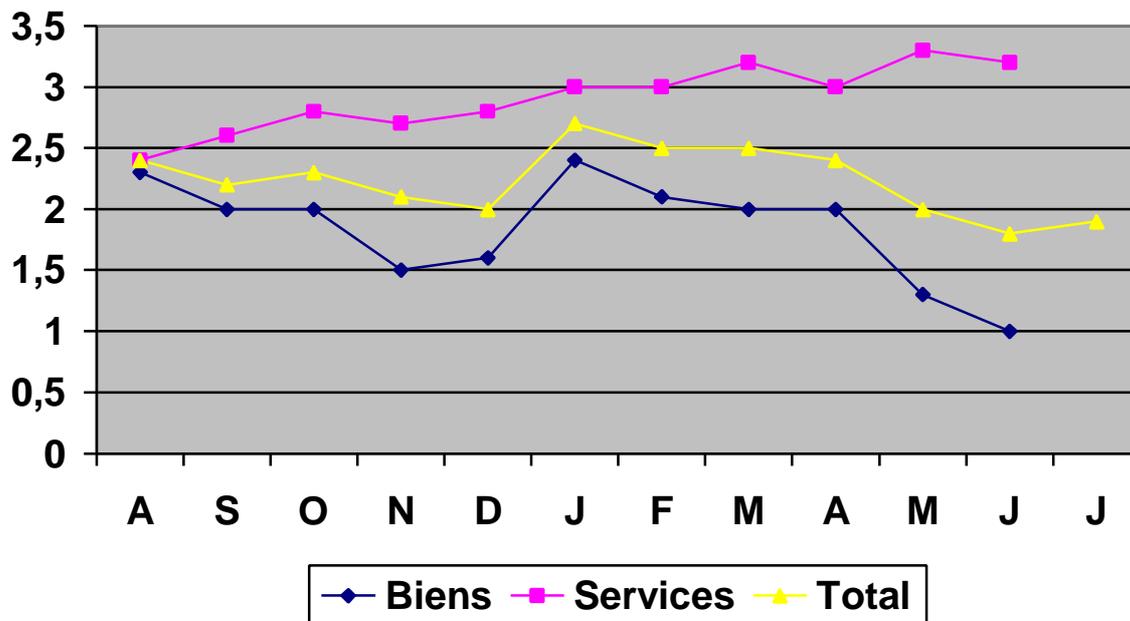
En tout cas, l'interaction de différents changements de prix rend presque impossible la distinction entre l'effet du passage à l'euro et d'autres facteurs. À la mi-2002, l'augmentation du taux de change de l'euro par rapport au dollar a eu pour effet de réduire certains prix à l'importation. Il n'est pas non plus possible d'établir un lien précis entre les véritables taux d'inflation dans les pays de la zone euro (voir le schéma 5 et le tableau 6) et la minutie (ou non) des préparatifs réalisés en vue du passage à l'euro (voir l'encadré 4). Enfin, il convient

³⁵ Le mot allemand "teuer" signifie "cher".

d'observer que l'inflation globale de 2002 est estimée à environ 2 %, ce que la BCE définit elle-même comme la "stabilité des prix".

Schéma 4: Inflation de l'IPCH dans la zone euro, août 2001 – juillet 2002

Changements annualisés en pourcentage



Source: BCE

Schéma 5: Indice des prix à la consommation, changement entre juillet 2001 et juillet 2002

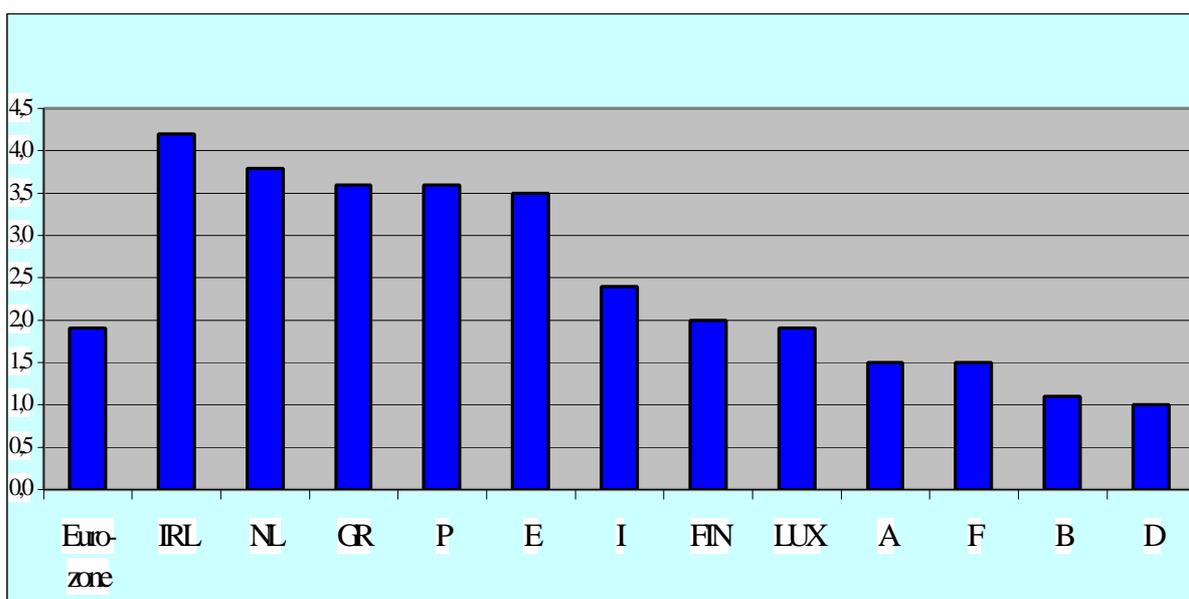


Tableau 6: Inflation mensuelle de l'IPCH par pays, janvier-juillet 2002

	Janv.	Févr.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juill.
Belgique	2,6	2,5	2,5	1,7	1,4	0,8	1,1
Allemagne	2,3	1,8	1,9	1,6	1,0	0,7	1,0
Grèce	4,8	3,8	4,4	4,1	3,8	3,6	3,6
Espagne	3,1	3,2	3,2	3,7	3,7	3,4	3,5
France	2,4	2,2	2,2	2,1	1,5	1,5	1,5
Irlande	5,2	4,9	5,1	5,0	5,0	4,5	4,2
Italie	2,4	2,7	2,5	2,5	2,4	2,2	2,4
Luxembourg	2,1	2,2	1,7	1,9	1,3	1,3	1,9
Pays-Bas	4,9	4,5	4,3	4,2	3,8	2,9	3,8
Autriche	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	1,5
Portugal	3,7	3,3	3,3	3,5	3,4	3,5	3,6
Finlande	2,9	2,5	2,6	2,6	1,8	1,5	2,0
Zone euro	2,9	2,5	2,6	2,6	1,8	1,5	2,0

Encadré 3: Impressions erronées à propos des prix

Un Français achète une tasse de café tous les matins. Il achète également une nouvelle chemise tous les mois et change de voiture tous les trois ans. Chaque année, il achète donc 365 tasses de café, 12 chemises et l'équivalent d'un tiers de voiture.

Avant le passage à l'euro, une tasse de café lui coûtait 6 FF, une chemise 400 FF et une nouvelle voiture 120 000 FF.

Après le passage à l'euro, le prix d'une tasse de café a augmenté pour atteindre le prix "pratique" d'un euro (6,55957 FF), ce qui représente une augmentation de 9 %. En même temps, le prix d'une chemise a faiblement baissé pour atteindre le prix « pratique de 60 euros, alors qu'il s'élevait à 60,98 euros selon la conversion exacte. La concurrence des prix a aussi entraîné une baisse de 1 % du prix d'une voiture neuve.

L'impression du Français sur le passage à l'euro portera probablement sur la très grande augmentation en pourcentage du prix d'une tasse de café, qu'il achète tous les jours. En réalité, le coût de la vie, mesuré par ces trois biens, a *baissé* de 5,8 % pour ce Français.

Bien	Avant le passage		Après le passage		Différence	
365 tasses de café	FF2190	€333,86	FF2394	€365	+ FF204	€31,14
12 chemises	FF4800	€731,76	FF422,89	€720	- FF77,11	€11,76
1/3 d'une voiture	FF40000	€6 098	FF39600	€6037	- FF 400	€61
Total annuel	FF46990	€7 163,62	FF46716,89	€7122	- FF273,11	€41,62

Encadré 4: Le manque de préparatifs a-t-il entraîné des augmentations de prix ?

En mai 2002 une enquête "Flash Eurobaromètre" a été réalisée afin de connaître l'opinion publique sur l'introduction des billets et pièces en euros. Les personnes interrogées devaient notamment dire si elles s'étaient senties bien préparées le 1^{er} janvier et ce qu'elles pensaient des conditions dans lesquelles le passage à l'euro s'était déroulé. L'enquête a également cherché à savoir si les gens se sentaient informés sur l'euro, en leur posant ensuite une question concrète afin de vérifier dans quelle mesure ils l'étaient vraiment. Les réponses ont donné lieu à la classification suivante des pays de la zone euro:

"Bien préparé"	"Bonnes/mauvaises conditions"	"Bien informé"	Réponse correcte à la question sur l'euro	Taux d'inflation (du plus faible au plus élevé)
Pays-Bas	France	Finlande	Luxembourg	Allemagne
Belgique	Luxembourg	Pays-Bas	Irlande	Belgique
Luxembourg	Belgique	Belgique	Italie	France
Irlande	Allemagne	France	Finlande	Autriche
Autriche	Irlande	Italie	Belgique	Luxembourg
Allemagne	Pays-Bas	Luxembourg	Autriche	Finlande
France	Finlande	Irlande	Espagne	Italie
Grèce	Autriche	Autriche	Pays-Bas	Espagne
Finlande	Italie	Grèce	France	Portugal
Italie	Portugal	Espagne	Portugal	Grèce
Portugal	Espagne	Allemagne	Allemagne	Pays-Bas
Espagne	Grèce	Portugal	Grèce	Irlande

Cette classification révèle un ou deux points intéressants. Les Néerlandais, par exemple, se sont sentis bien préparés et bien informés, mais ils n'étaient peut-être pas aussi bien informés qu'ils ne le pensaient. Au contraire, les Luxembourgeois et les Irlandais ne s'étaient pas sentis particulièrement bien informés, mais ils l'étaient en réalité. Les Italiens et les Finlandais s'étaient sentis, et étaient réellement, assez bien informés, mais ils ne s'étaient pas sentis bien préparés.

Lorsque l'on compare cette classification avec celle des taux d'inflation pendant un an, du mois d'août 2001 au mois de juillet 2002, il n'existe pas de corrélations systématiques. Une inflation relativement élevée correspond à de mauvaises impressions de préparation, d'information et de conditions en Grèce, au Portugal et en Espagne. De même, une inflation relativement faible correspond à de bonnes impressions en Belgique.

D'un autre côté, l'Allemagne a enregistré le plus faible taux d'inflation, le plus faible niveau d'information et un niveau moyen du sentiment de préparation. Les Pays-Bas et l'Irlande, quant à eux, s'étaient sentis bien préparés et informés, mais connaissaient le taux d'inflation le plus élevé.

À l'exception de la Grèce, et en théorie du Portugal et de l'Espagne, il n'est donc pas possible d'attribuer les fortes augmentations de prix inhabituelles au manque de préparation du passage à l'euro. Il convient également de rappeler que la Grèce, qui a adhéré la dernière à la zone euro, a bénéficié d'un temps considérablement plus court pour se préparer.

III. Politique budgétaire et économique: le Pacte de stabilité et de croissance

"Être conscients de tous les résultats extraordinaires que le Pacte a permis, et permettra encore, d'atteindre ne signifie pas qu'il faille refuser de voir les limites du cadre institutionnel à l'intérieur duquel nous sommes appelés à l'appliquer. Et encore moins qu'il faille appliquer le Pacte de façon rigide et intransigeante, en restant sourds et muets face à l'évolution de la situation. C'est cette attitude que j'ai qualifiée, et que je qualifie encore, de "stupide"."

(Président de la Commission, Romano Prodi, au Parlement européen, le 21 octobre 2002)

Je ne modifierais pas une lettre du Pacte et je n'en modifierais pas davantage l'interprétation.

(Theo Waigel, ancien ministre allemand des Finances, 2002).

Déjà à l'époque du traité de Maastricht, la Commission avait attiré l'attention sur une caractéristique particulière de l'UEM:

"unique dans l'histoire: [...] une politique monétaire unique couplée à une politique financière largement décentralisée." ³⁶

La possibilité de conflit entre ces deux aspects a soulevé un débat considérable, dont l'issue s'est traduite dans le Traité par des dispositions spécifiques visant à empêcher les États membres de connaître des "déficits excessifs" (voir le chapitre précédent).

Procédure en cas de "déficit excessif"

L'article 104 du Traité habilite la Commission à

"[surveiller] l'évolution de la situation budgétaire et du montant de la dette publique dans les États membres en vue de déceler les erreurs manifestes."

Les valeurs de référence de 3 % et de 60 % ont été fixées dans un protocole annexé au Traité.

- La **valeur de référence de 3 %** s'applique aux déficits publics "prévus ou effectifs"³⁷. Ces déficits se calculent sur la base de l'emprunt nécessaire sur les marchés des capitaux, c'est-à-dire le besoin de financement du secteur public, plutôt qu'en fonction de la différence statistique entre les dépenses et les recettes, puisque la définition de ces dernières varie légèrement entre les pays.
- Toutefois, cet article est susceptible de nombreuses interprétations. Le plafond ne s'applique pas soit si le rapport a "*diminué de manière substantielle et constante et [atteint] un niveau proche de la valeur de référence*", soit si "*le dépassement de la valeur de référence [n'est] qu'exceptionnel et temporaire et que ledit rapport [...] reste proche de la valeur de référence*".
- Pour décider si les déficits sont excessifs, la Commission doit également

³⁶ "Monnaie stable - Finances saines: Les finances publiques de la Communauté dans la perspective de l'UEM", *Économie européenne*, n° 53, 1993.

³⁷ Le protocole 5 définit "Public" de la manière suivante: "*ce qui est relatif au gouvernement général, c'est-à-dire les administrations centrales, les autorités régionales ou locales et les fonds de sécurité sociale, à l'exclusion des opérations commerciales, telles que définies dans le système européen de comptes économiques intégrés*". De plus amples informations sont données dans les "modalités et définitions" adoptées dans l'article 104c(14): il s'agit du Règlement (CE) 3605/93 du 22 novembre 1993 (JO L332 du 31/12/1993). Ce règlement décrit également les procédures destinées à la notification par les États membres de leurs déficits prévus et effectifs.

- examiner "*si le déficit public excède les dépenses publiques d'investissement*" et
- tenir compte de "*tous les autres facteurs pertinents, y compris la position économique et budgétaire à moyen terme de l'État membre*".
- Le **plafond de 60 %** de la dette est également modifié: il ne s'applique pas si le "*rapport diminue suffisamment et s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant*".

La décision finale de savoir si un État membre présente un "déficit excessif" ou non n'appartient pas à la Commission. C'est la responsabilité du Conseil, qui statue à la majorité qualifiée. Dès qu'une telle décision a été prise, le Traité décrit un scénario possible de pression croissante sur l'État membre en défaut.

Le Conseil peut tout d'abord adresser des recommandations confidentielles à l'État membre afin que celui prenne des mesures. Si cela ne donne pas de résultats positifs, le Conseil peut rendre publiques ses recommandations. Ensuite, le Conseil peut demander plus explicitement que l'État membre prenne des mesures visant à réduire son déficit dans un délai déterminé. L'État membre ne dispose d'aucun droit de recours au tribunal. Si l'État membre ne se conforme toujours pas aux décisions du Conseil, il s'expose à des sanctions. Le Conseil peut lui demander de publier "*des informations supplémentaires, à préciser par le Conseil, avant d'émettre des obligations et des titres*". La Banque européenne d'investissement peut être invitée "*à revoir sa politique de prêts*". Le Conseil peut exiger que l'État membre "*fasse, auprès de la Communauté, un dépôt ne portant pas intérêt, d'un montant approprié*". Enfin, le Conseil peut imposer des amendes.

Le Traité prévoit de limiter l'application de ces procédures à une seule autorité: toute mesure est déterminée par le Conseil. Les décisions du Conseil sont prises à une majorité de deux tiers des voix de ses membres, les voix de l'État membre en défaut étant *exclues*. Lors des premières étapes, les informations sont effectivement confidentielles. La seule référence au Parlement européen se trouve dans la disposition qui stipule que "*le président du Conseil informe le Parlement européen de la décision prise.*"

Le Pacte de stabilité

Toutefois, l'incorporation de ces procédures dans le Traité n'a pas permis de mettre un terme au débat sur la politique budgétaire. Le gouvernement allemand, en particulier, a continué d'affirmer que des règles plus strictes étaient nécessaires pour éviter de miner la politique monétaire par une discipline budgétaire laxiste. En 1995, le ministre allemand des Finances de l'époque, Theo Waigel, a émis des propositions détaillées visant à renforcer considérablement la procédure en cas de déficit excessif. Il a suggéré que le niveau de référence pour les déficits devait passer de 3 % à 1 % du PIB et a réclamé un "Pacte" gouvernemental qui exigerait, en effet, des budgets équilibrés.

En juin 1996, ECOFIN a officiellement décidé³⁸ que les procédures de l'ancien article 104c devaient être renforcées, notamment en fixant des "délais serrés" pour les différentes étapes de la procédure et en "établissant la présomption" selon laquelle les sanctions feraient suite à la subsistance d'un déficit excessif. La Commission elle-même a commencé à travailler sur une proposition qui a été présentée à un Conseil ECOFIN informel, qui s'est tenu à Dublin les 21 et 22 septembre 1996, et qui a été largement approuvée par celui-ci.

Le texte de la Commission ne suivait pas la totalité de la proposition originale de l'Allemagne: la valeur de référence pour les déficits budgétaires était maintenue à 3 % du PIB.

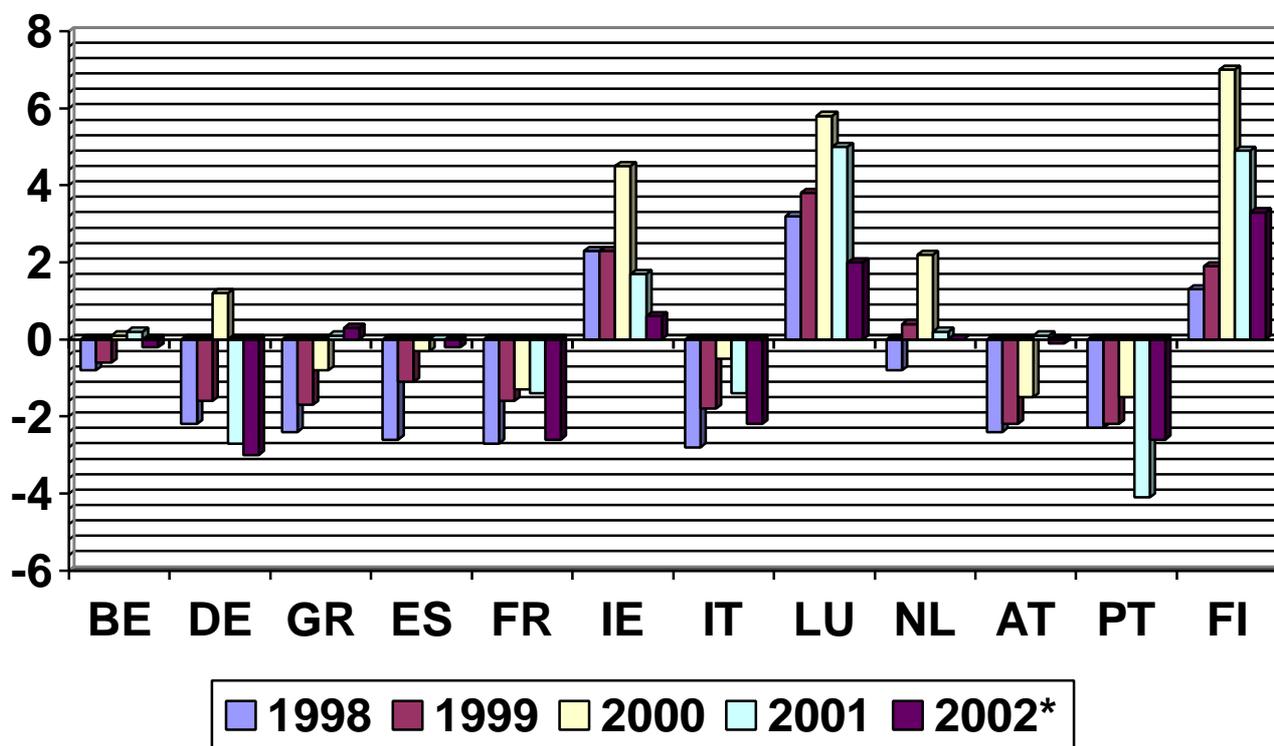
³⁸ Voir le rapport sur l'état des travaux que le Conseil a soumis au Conseil européen de Florence: "Préparation à la troisième phase de l'Union économique et monétaire", *UEM 15*, Bruxelles, 4 juin 1996.

Néanmoins, le Pacte a été adopté en 1997 en vertu des dispositions de l'article 104(14) du Traité, qui permet au Conseil d'interpréter ou de remplacer le Protocole sur la base des propositions de la Commission³⁹.

Bien que la "valeur de référence" à 3 % ait été maintenue, ce Pacte stipulait clairement que cette valeur devait être considérée comme "une limite supérieure dans des circonstances normales". Le Pacte exigeait également que les politiques budgétaires "laissent une marge de manœuvre en vue d'une adaptation en cas de perturbations exceptionnelles et cycliques" tout en évitant des "déficits excessifs". Il établissait donc l'objectif budgétaire à moyen terme de budgets "proches de l'équilibre ou en boni" pendant tout le cycle économique.

Parallèlement à ces objectifs, des programmes de stabilité triennaux, mais actualisés chaque année⁴⁰, ont été prévus; ceux-ci exposent les grandes lignes des "voies d'ajustement" que les États membres doivent suivre afin d'atteindre l'objectif du budget équilibré. Ces programmes, ainsi que la procédure relative aux grandes orientations de politique économique (voir la *Coordination des politiques économiques* présentée plus bas), ont déterminé différentes occasions auxquelles les États membres recevraient un premier avertissement s'ils s'écartent de ces voies. Enfin, les dispositions relatives aux sanctions ont été élaborées, mais il existe des dérogations possibles en cas de circonstances "exceptionnelles et temporaires".

Schéma 6: Déficit/excédents budgétaires dans les pays de la zone euro, 1998-2002



Source: BCE * prévision

³⁹ Voir "Pacte de stabilité pour assurer la discipline budgétaire durant la troisième phase de l'Union économique et monétaire", COM(96) 496, 16 octobre 1996, et "Résolution du Conseil européen relative au pacte de stabilité et de croissance", JO C236 du 2 août 1997.

⁴⁰ Pour les États membres qui ne font pas partie de la zone euro, il s'agit de "programmes de convergence".

Le Pacte dans la pratique

Le tableau 3 montre que tous les États membres, à l'exception de la Grèce, ont atteint des déficits budgétaires équivalents ou inférieurs au taux de référence de 3 % au cours de l'année qui a précédé l'évaluation réalisée en mars 1998. On a alors craint que certains pays, une fois qualifiés pour la troisième phase de l'UEM, ne se préoccupent moins des mesures financières strictes, un danger que le Pacte cherchait spécialement à éviter. En réalité, toutefois, la procédure de consolidation budgétaire s'est poursuivie après l'introduction de la monnaie unique. En 2001, huit États membres sur douze de la zone euro, y compris la Grèce, qui a rejoint les autres États à la fin de cette même année, présentaient des budgets soit en équilibre, soit en boni.

Cependant, ce n'était pas le cas pour quatre pays, parmi lesquels se trouvaient les trois plus grandes économies nationales de la zone euro: la France, l'Allemagne et l'Italie. En outre, la situation budgétaire de ces trois plus grandes économies, ainsi que celle du Portugal, s'était aggravée au lieu de continuer à s'améliorer en 2001 (voir le schéma 6).

Cette situation a commencé à susciter des inquiétudes à la fin de l'année 2001 et début 2002. Après avoir évalué les programmes nationaux de stabilité et de convergence mis à jour et publiés fin 2001, la Commission a proposé d'adresser un "premier avertissement" à l'Allemagne et au Portugal, conformément au règlement 1466/97, étant donné la dégradation de leurs finances publiques par rapport aux prévisions présentées l'année précédente. Les gouvernements de ces deux pays ont néanmoins fortement résisté à cette proposition et ECOFIN l'a rejetée le 12 février 2002. Au lieu de cette proposition, les gouvernements allemands et portugais sont parvenus à un accord dans lequel ils ont déclaré s'engager à une discipline budgétaire.

Parallèlement à cela, des doutes ont commencé à apparaître à propos des engagements des quatre pays en déficit d'atteindre des budgets en équilibre ou en boni pour 2004. Ces engagements avaient été reconfirmés par tous les États membres au Conseil européen de Séville en juin 2002. À la suite des élections de mai et de juin, le nouveau gouvernement français a toutefois annoncé des politiques budgétaires bien plus expansionnistes. Enfin, les chiffres révisés du déficit portugais pour 2001 ont indiqué que le taux de référence de 3 % avait été dépassé cette année-là.

Critiques et interprétations

Le gouvernement allemand s'était défendu contre la proposition de "premier avertissement" de la Commission en déclarant que l'application du Pacte devrait tenir compte de l'évolution de l'économie réelle, en particulier des facteurs cycliques. L'aggravation de la situation budgétaire avait été la conséquence d'une baisse du taux de croissance économique, qui était elle-même due à la dégradation de l'économie mondiale. Néanmoins, cette situation ne serait que temporaire.

Ces événements ont été à l'origine d'une discussion bien plus générale sur le Pacte. Certains ont affirmé qu'il nécessitait une révision profonde ou une nouvelle interprétation. D'autres, y compris la BCE, ont objecté que tout signe de relâchement de la discipline budgétaire pourrait nuire à la crédibilité de l'euro lui-même.

En réalité, cette discussion a fait réapparaître plusieurs questions déjà débattues au moment de la création de l'UEM.

À l'origine, l'Allemagne avait proposé un "Pacte de stabilité". Cependant, un accord est parvenu sur un "Pacte de stabilité *et de croissance*", surtout en raison de l'insistance des Français. Le raisonnement de ceux-ci, semblable à celui d'une majorité de députés européens du moment, était que l'UEM recelait en son sein une tendance déflationniste. Le Traité avait fondé une banque centrale indépendante dont la première mission était d'assurer la stabilité des prix. Sa seconde mission, qui consistait à "*soutenir les politiques économiques générales de la Communauté*", était soumise à la réserve de "*ne pas porter préjudice à l'objectif de stabilité des*

prix". Cette tendance (probablement) déflationniste de la politique monétaire était associée à des restrictions de l'expansion budgétaire requises par la procédure concernant les déficits excessifs, laquelle serait renforcée par l'exigence d'un "budget équilibré" stipulée dans le Pacte.

Plus récemment, d'autres aspects du Pacte ont également fait l'objet de critiques:

son effet sur le fonctionnement des "stabilisateurs budgétaires automatiques";

la question de savoir si l'on tiendrait compte des déficits corrigés des variations cycliques plutôt que des déficits nominaux;

son effet sur les investissements publics et

son indifférence apparente quant aux niveaux fluctuants du caractère soutenable de la dette.

Stabilisateurs budgétaires automatiques

En période de croissance de la demande, l'augmentation des recettes fiscales et la baisse des dépenses sociales réduisent automatiquement les pressions inflationnistes par le biais de restrictions budgétaires. De la même façon, lorsque la demande diminue, le relâchement de la ponction fiscale et l'augmentation des dépenses sociales donnent automatiquement un coup de fouet budgétaire à l'économie. Ces effets sont donc *anticycliques*. Plus le secteur public est grand, plus la progressivité du système fiscal et l'effet des stabilisateurs sont importants. Les chiffres des pays de l'UE indiquent, en gros, une croissance/baisse de 0,5 % du déficit budgétaire pour chaque baisse/croissance de 1 % du PIB, bien que cette sensibilité budgétaire varie entre 0,3 % et 0,7 % pour certains pays.

Cependant, si l'on empêche le fonctionnement des stabilisateurs, même partiellement, il est possible que la position budgétaire devienne *procyclique*. Ce sera le cas, par exemple, si les gouvernements réduisent les impôts et augmentent les dépenses publiques dans une période de croissance économique rapide. Il en ira de même s'il est nécessaire d'augmenter les impôts et/ou de réduire les dépenses lors d'une récession économique, afin d'empêcher une augmentation ou de déclencher une réduction du déficit budgétaire.

La position officielle de la Commission et la BCE à propos du fonctionnement des stabilisateurs automatiques a été assez claire. Dans une analyse du "jeu des stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro", le *Bulletin mensuel* de la BCE d'avril 2002 faisait remarquer que:

"[...] les avantages des stabilisateurs automatiques ne peuvent pleinement s'exercer que si, parallèlement, les pays préservent la soutenabilité des finances publiques par le biais d'orientations budgétaires prudentes et d'un faible niveau de dette."

Il avertissait également que dans certaines circonstances le plein fonctionnement des stabilisateurs automatiques présentait des inconvénients:

"Une stabilisation de grande ampleur reflétant un secteur public important peut compromettre l'efficacité du processus, en raison des fortes distorsions liées aux taux d'imposition, et retarder les ajustements à un environnement économique en mutation."

Dans ses remarques préliminaires adressées à la commission économique et monétaire du Parlement européen, en réunion le 23 janvier 2002, le président de la BCE, Wim Duisenberg, a déclaré que:

"[...] dans la mesure où vous adhérez au Pacte de stabilité et de croissance [...], afin d'obtenir des excédents ou au moins des budgets équilibrés, vous pouvez aussi faire fonctionner pleinement les stabilisateurs automatiques du domaine budgétaire. Dans la mesure où vous [...] n'avez pas profité adéquatement de la période précédente, où nous avons connu un boom

économique, afin de vous tenir en sécurité sous la barre de 3 %, vous pouvez également faire fonctionner les stabilisateurs automatiques. Mais des limites s'imposent à cet égard. Vous ne pouvez pas les faire fonctionner pleinement."

Deux graphiques du bulletin d'avril (voir le schéma 7) illustrent la façon dont la BCE envisage le fonctionnement des stabilisateurs dans le contexte de politiques budgétaires "prudentes". Le premier graphique montre la situation dans laquelle la situation proche de l'équilibre a déjà été atteinte. Le deuxième graphique représente une stratégie de consolidation associée à une stabilisation automatique.

Déficits nominaux ou corrigés des variations cycliques

Une question directement liée au problème des stabilisateurs économiques consiste à savoir si l'équilibre budgétaire doit être défini en termes nominaux ou en fonction de la correction des variations cycliques. S'il convient d'utiliser un équilibre budgétaire corrigé des variations cycliques, le plein fonctionnement des stabilisateurs automatiques est presque toujours compatible, pour les pays actuellement en déficit, avec la progression régulière vers un équilibre budgétaire à moyen terme.

La Commission et la BCE se sont fermement engagées, du moins jusqu'à récemment, à appliquer des définitions nominales, pour les raisons que le président de la BCE a expliquées dans les grandes lignes à la commission économique et monétaire du Parlement européen, le 21 mai 2002:

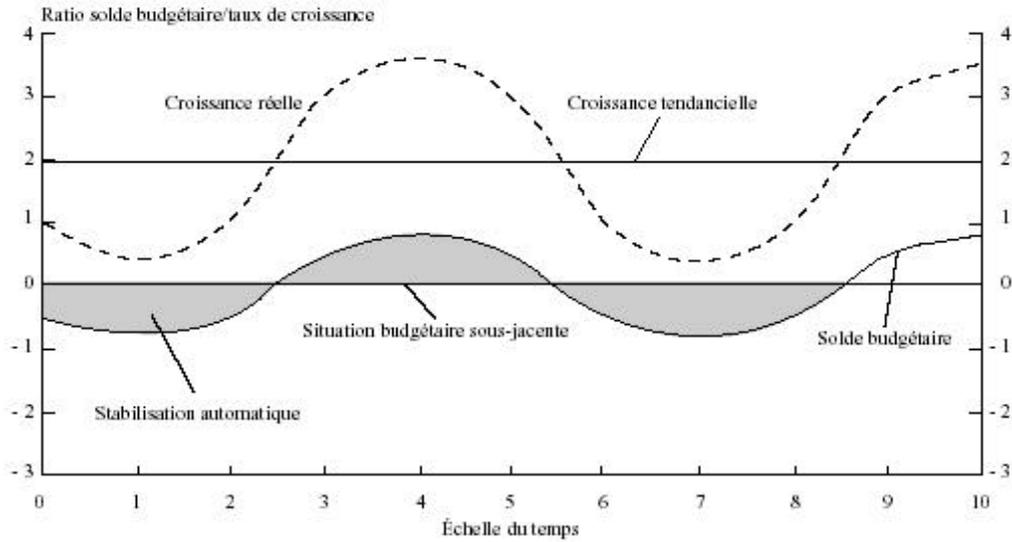
"Je ne suis pas partisan d'un changement des règles du jeu, alors que celui-ci a à peine commencé. Bien que cela vaille la peine d'accorder davantage d'attention aux mesures visant à corriger les variations cycliques des déficits budgétaires, les incertitudes qui entourent ces mesures sont encore si importantes, en particulier lorsque nous arrivons à une perception universelle de ce que représente précisément le déficit corrigé des variations cycliques, que nous pourrions vraiment hésiter à rejeter notre méthode actuelle qui se concentre sur les déficits nominaux, tels qu'ils sont publiés et enregistrés dans la pratique."

Dans la pratique, il a toujours été possible de tenir compte des situations cycliques et d'opérer une distinction entre les déficits budgétaires nominaux et structurels. Les États membres ont déjà exigé d'inclure suffisamment d'informations en vue d'une "*analyse adéquate de la situation cyclique de l'économie*" dans leurs programmes de stabilité ou de convergence. Les problèmes principaux, comme l'a indiqué le président de la BCE, ont concerné la méthodologie: par exemple, la façon de mesurer la croissance tendancielle, l'écart de production et les élasticités budgétaires et la plausibilité de l'hypothèse, au moment d'estimer les équilibres budgétaires corrigés des variations cycliques, selon laquelle les conditions économiques pour une année donnée sont des "moyennes"⁴¹.

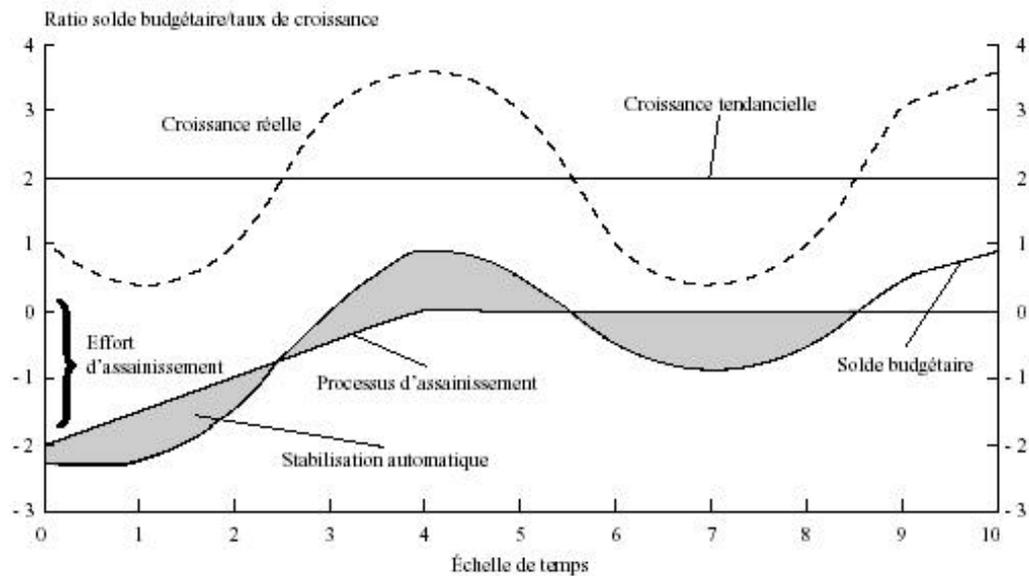
⁴¹ Bien entendu, les conditions pour une année donnée correspondent très rarement aux conditions moyennes de plusieurs années. Voir "Budgetary indicators: the cyclically adjusted budget balance", dans *Public Finances in EMU*, European Economy 3, 2000; et "Potential Output: Measurement Methods, "New" Economy Influences and Scenarios for 2001-2010: a comparison of the EU15 and the US" de Kieran McMorrough et Werner Roeger, Communautés européennes, *Economic Paper* n° 150, Avril 2001.

Schéma 7: Graphiques du Bulletin mensuel de la BCE d'avril 2002

Graphique 1
Le jeu des stabilisateurs automatiques durant le cycle



Graphique 3
Le fonctionnement des stabilisateurs automatiques au cours du cycle
en liaison avec une stratégie d'assainissement à moyen terme



Effet sur les investissements publics

Dès le départ, le débat a cherché à savoir s'il était nécessaire d'établir une distinction, lors de l'évaluation des équilibres budgétaires, entre les *dépenses courantes* et les *dépenses en capital*. L'inquiétude principale est venue du fait que la consolidation budgétaire puisse se faire en grande partie au détriment des investissements plutôt que des dépenses courantes. Une série d'études⁴² qui ont analysé les résultats des politiques de stabilisation ont en effet montré que l'augmentation des taxes est moins efficace que la réduction des dépenses publiques et que la réduction des projets *d'investissement* est moins efficace que la réduction des dépenses *courantes*. De plus, les projets d'investissement sont en général menés sur une période plus longue que les cycles économiques simples et le fait de perturber leur financement pour pouvoir mener des politiques budgétaires anticycliques peut se révéler économiquement inefficace. L'on constate cependant que la consolidation budgétaire opérée dans plusieurs pays afin de satisfaire aux critères de Maastricht a pour une large part résulté de réductions des dépenses en capital.

Bien que l'emprunt public soit fréquemment décrit comme "une charge pour les générations futures", il n'en est rien sur le plan de la macroéconomie. Du point de vue des générations futures, le facteur critique est moins la taille de la dette restante que l'emploi qui a été fait de l'emprunt initial; il s'agit donc de savoir si le stock national de capital productif a été augmenté ou réduit. Le niveau d'investissement est en soi une composante majeure du principal élément déterminant le caractère soutenable de la dette: le niveau de croissance économique. En termes simplifiés, si le PIB double, tout niveau de dette est réduit de moitié en pourcentage du PIB.

Il est pertinent que le gouvernement britannique applique à présent une "règle d'or", considérablement différente des dispositions du Pacte. Le *compte courant* du budget doit être en équilibre, mais il est possible de recourir à l'emprunt net pour couvrir les *investissements publics nets*.

Néanmoins, d'aucuns avancent des arguments contre la distinction trop nette entre les dépenses courantes et les dépenses en capital. En fonction des règles comptables, les dépenses courantes peuvent être capitalisées⁴³; certaines dépenses courantes, comme celles liées à l'éducation, peuvent être considérées à juste titre comme un investissement. De plus, tous les investissements ne sont pas productifs. Des surinvestissements entraînent un excédent de capacité (comme nous l'avons vu récemment dans le secteur des technologies de l'information) et dans de telles circonstances le bien-être général serait plus important si les ressources étaient dépensées pour la consommation courante.

Enfin, le rendement des investissements publics est difficile à calculer et doit, en tout cas, être mis en balance avec les alternatives du secteur privé qui peuvent avoir été "mises à l'écart". Ce peut être le cas lorsque les dépenses sont financées à partir des impôts (auquel cas le public dispose d'un plus faible revenu à investir) ou à partir des emprunts (le secteur public recueille dans ce cas une plus grande part des économies nettes et peut aussi, en fonction du volume des emprunts et des dettes, relever les taux d'intérêt à moyen et à long terme, réduisant ainsi les investissements privés).

⁴² Par exemple: "Fiscal Adjustment: Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries" de Alberto Alesina et Roberto Perotti (*Economic Policy*, octobre 1995) et "Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience" de Francesco Giavazzi et Marco Bocconi (*NBER Working Paper* n° 5332, novembre 1995).

⁴³ Dans le secteur privé, les scandales d'ENRON et d'autres entreprises ont montré à quel point des transferts entre le compte de profits et pertes et le bilan permettent de truquer la véritable situation financière d'une entreprise.

Toutefois, les arguments "keynésiens" abordés dans le premier chapitre peuvent s'opposer à ces objections. Lorsqu'une économie n'atteint pas son plein potentiel, les dépenses publiques en capital sont susceptibles d'augmenter le niveau général des investissements, en accroissant le revenu national par l'effet multiplicateur. La possibilité d'un "activisme budgétaire" de ce type relève du débat académique et politique (voir l'encadré 2).

Caractère soutenable de la dette

Les premières discussions mentionnées au début de ce chapitre à propos de la nécessité de contrôler les équilibres budgétaires ont cherché à savoir jusqu'à quel point les marchés financiers sanctionneraient les gouvernements qui appliquent des politiques budgétaires laxistes. Les partisans de ces solutions d'intervention des marchés avancent qu'un gouvernement qui tente de financer d'importants déficits budgétaires année après année serait finalement forcé de payer des taux d'intérêt sans cesse croissants et de refinancer la dette de plus en plus fréquemment, jusqu'à ce que le financement de nouveaux déficits devienne impossible, pour autant, bien sûr, que les dispositions du Traité empêchent les divers types de "fraude".

Manifestement, un facteur clé d'une telle sanction de la part des marchés serait la mesure dans laquelle le financement des déficits avait déjà été utilisé dans le passé, tel que le révèle le niveau de l'encours de la dette publique. D'où l'importance dans l'article 121 (ex-article 109 J) sur "*le caractère soutenable de la situation des finances publiques*" dans l'évaluation des qualités requises d'un pays pour adhérer à la zone euro, ainsi que l'ajout d'un taux de référence de 60 % du PIB pour la dette publique, outre le taux de référence de 3 % pour les déficits budgétaires.

Cependant, le niveau global de la dette n'est pas le seul facteur nécessaire à l'évaluation du caractère soutenable. D'autres aspects comprennent la maturité de la dette et le fait qu'elle soit nationale ou extérieure. Par exemple, un niveau de dette très élevé peut être soutenable à des taux d'intérêt raisonnables, comme le montre la Belgique, où le niveau de la dette publique s'élevait à 122 % du PIB au moment de l'évaluation de 1998. Pourtant, plus de 80 % de cette dette était constituée de prêts et d'obligations à moyen ou à long terme, environ le même pourcentage était détenu par les citoyens belges et les contribuables belges ont semblé assez disposés à payer les excédents budgétaires élevés afin de financer les paiements d'intérêts d'environ 9 % du PIB.

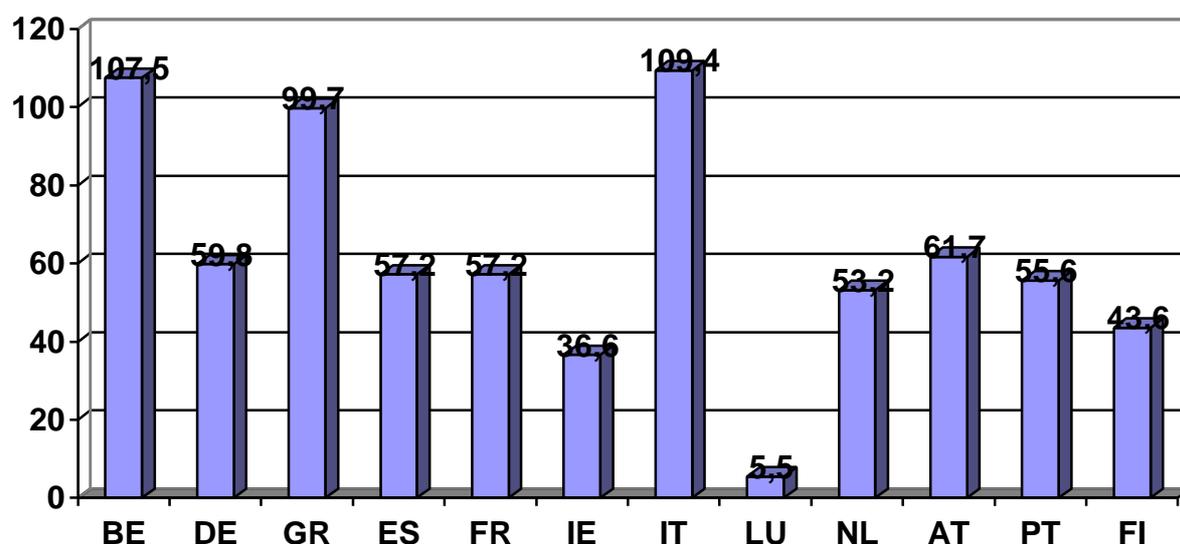
Les adversaires du Pacte de stabilité et de croissance ont avancé que de tels aspects du caractère soutenable avaient été ignorés dans l'évaluation des déficits budgétaires. Par exemple, dans le cas du Portugal, même si le déficit était supérieur à 3 % du PIB en 2001, le niveau de la dette se situe toujours sous la barre de 60 %. Il est possible de répondre à cela qu'il n'est pas souhaitable d'atteindre de hauts niveaux de dette publique, ni de connaître les grandes disparités constantes entre les niveaux de dette des différents États membres (voir le schéma 8). Un document de travail⁴⁴ récent de la BCE a examiné la mesure dans laquelle de telles disparités sont une source d'asymétries dans la taille du secteur public, dans le niveau global des recettes fiscales et dans la composition de celles-ci, compte tenu de la mobilité des capitaux et d'un degré de concurrence fiscale.

En outre, les chiffres standard de la dette publique n'incluent pas certaines dettes. L'une de celles-ci, de loin la plus importante, est la dette découlant du paiement futur des retraites. Les prestations de vieillesse et de survivants représentent quelque 45 % du total des dépenses de protection sociale de l'UE, équivalant à 12 % du PIB. Pour la plupart des États membres, ce poste budgétaire devrait croître, bien que les situations budgétaires estimées varient non

⁴⁴ Krogstrup, S., "Public Debt Asymmetries: the Effect on Taxes and Spending in the European Union", *ECB Working Paper* 162, août 2002.

seulement en fonction de facteurs démographiques, mais également en raison de différences dans ce type d'engagement. Des simulations indiquent que, dans la majeure partie des États membres, les dépenses publiques pour les retraites devraient connaître une augmentation de 3 % à 5 % du PIB au cours des 50 prochaines années⁴⁵, la France, l'Allemagne, l'Autriche, le Portugal, la Grèce et l'Espagne étant les plus exposés.

Schéma 8: Pays de la zone euro – dette publique en 2001 (en % du PIB)



Source: BCE

Presque tous ces régimes de retraite fonctionnent sur modèle du financement par répartition: c'est-à-dire que les retraites actuelles sont financées par les contributions des travailleurs actuels. En l'absence de capitalisation, ces régimes prennent donc la forme d'un engagement de dépenses publiques futures, de la même manière que l'intérêt sur (et le remboursement de) l'encours de la dette. Il existe plusieurs manières de réduire d'éventuels problèmes budgétaires de ce type et tous les États membres s'engagent, dans une plus ou moins large mesure, dans des réformes de leur régime de retraite.

Réduction des déficits budgétaires et des niveaux de dette actuels afin de se réserver une "poire pour la soif" en vue des engagements futurs en matière de retraite. Le rapport de la Commission sur la mise en œuvre des Grandes orientations des politiques économiques pour 2000 signalait que:

"Plusieurs États membres (Belgique, Espagne, France, Irlande et Finlande) ont mis en place ou annoncé la création de fonds de réserve pour les retraites [...] [mais] ces fonds de réserve, à l'exception de celui mis en œuvre en Irlande, restent relativement faibles par rapport à l'impact budgétaire du vieillissement de la population et doivent être complétés par d'autres mesures."

Réduction des engagements de dépenses publiques futures par le biais de mesures comme l'augmentation de l'âge de retraite et la modification de la formule d'indexation des prestations: par exemple, en liant les retraites au niveau des prix plutôt qu'aux revenus moyens, comme dans le cas des réformes que le Royaume-Uni a entreprises dans son régime de retraite dans les années 1980. Dans une étude réalisée récemment pour ECOFIN, par exemple, il a été calculé que, pour

⁴⁵ Voir Quintin, O., "Making Pensions Sustainable - the approach of the European Commission", Bruxelles, 2000.

compenser l'augmentation de l'espérance de vie sans réduire les prestations, il fallait retarder l'âge de la retraite de deux ou trois ans.

Parallèlement à cette réduction des engagements budgétaires, un **transfert vers des régimes privés par capitalisation**, qui aurait éventuellement un caractère obligatoire dans le cas des régimes professionnels.

Toutefois, il est important de tenir compte du fait qu'un transfert des régimes publics par répartition vers des régimes publics ou privés par capitalisation *ne modifie pas les taux de dépendance* (voir le tableau 7). Les retraites futures, qu'elles soient payées par les contributions et les impôts ou par les recettes découlant des investissements, doivent toujours être financées par la production future.

Tableau 7: Taux de dépendance des personnes âgées, 2000-2050

Calculés en divisant le nombre de personnes de 65 ans ou plus par le nombre de personnes âgées de 20 à 60 ans

%	2000	2010	2020	2030	2040	2050
B	29,5	31,1	38,0	48,8	53,5	52,0
DK	25,5	29,6	35,7	42,0	47,0	43,7
D	28,0	34,1	38,6	50,3	57,0	56,1
EL	30,2	33,6	38,0	44,4	54,7	61,6
E	28,7	30,7	35,2	44,7	59,8	68,7
F	28,5	29,5	38,1	46,4	52,1	53,2
IRL	20,3	20,5	26,2	32,1	38,4	46,6
I	30,7	35,5	42,1	52,9	67,8	69,7
L	24,8	27,6	33,0	42,5	47,2	43,5
NL	23,1	26,2	34,7	44,2	50,1	46,9
A	26,3	30,1	34,5	47,0	57,0	57,7
P	26,7	28,5	32,2	37,2	46,3	50,9
SF	25,9	29,7	41,4	49,5	49,7	50,6
S	30,9	33,8	39,8	45,4	48,9	48,5
UK	27,8	28,5	33,9	43,1	49,1	48,5
EU-15	28,3	31,4	37,3	46,8	55,0	55,9

Source: COM(2000) 622, Communication de la Commission du 11 octobre 2000.

Réaction de la Commission et d'ECOFIN

Le 9 juillet 2002, le commissaire européen aux affaires économiques et monétaires a annoncé plusieurs propositions afin de donner une "plus grande flexibilité" au fonctionnement du Pacte de stabilité et de croissance. Un travail avait déjà été entamé dans le but de parvenir à un accord sur une méthode commune de calcul des déficits corrigés des variations cycliques, qui seraient utilisés comme un "instrument de travail" parallèlement aux déficits nominaux. De nouvelles directives sur l'ampleur des déficits budgétaires à court terme tiendraient compte des investissements publics, du niveau de la dette publique et des engagements en matière de retraites. Deux jours plus tard, ECOFIN a réservé d'une manière générale un bon accueil à ces propositions, tout en réaffirmant la nécessité d'une discipline budgétaire et le fondement du Pacte.

Plusieurs observateurs ont estimé que cette évolution représentait une victoire pour les adversaires et que le soutien par l'UE de mesures financières strictes s'affaiblissait. Néanmoins, une lecture attentive de l'article 104 du Traité, duquel découle le Pacte, indique que le type de flexibilité que le commissaire a décrit était déjà sous-entendu dans la procédure en cas de "déficit excessif". Le nouveau ministre français des Finances, Francis Mer, a également attiré l'attention sur la décision que le Conseil a prise en 1997 à propos de la nomenclature:

*"Nous voulons mettre en évidence le volet croissance du Pacte de stabilité et de croissance."*⁴⁶.

En septembre 2002, il a été admis que la France, l'Allemagne, l'Italie et le Portugal seraient incapables de respecter leur promesse d'équilibrer leurs budgets d'ici 2004, engagements qu'ils avaient tout récemment réitérés au Conseil de Séville, au mois de juin. La Commission a annoncé que ce délai pourrait être prolongé jusqu'en 2006. Mais malgré tout, le projet de budget français pour 2003 envisage l'équilibre budgétaire pour 2007 seulement. De plus, il est devenu évident que non seulement le Portugal mais aussi l'Allemagne pourraient dépasser la limite supérieure, fixée à 3%. Le gouvernement allemand a confirmé ces dépassements budgétaires en octobre.

Toutefois, l'Eurogroupe qui s'est réuni en octobre a semblé parvenir à un large consensus sur l'application future du Pacte.

Aucune nouvelle échéance n'a été explicitement annoncée pour remplacer celle de 2004.

La procédure normale en cas de déficit excessif a été activée pour le Portugal.

Les États membres qui ne présentent pas de budget en équilibre ou en boni réduiraient chaque année leurs déficits structurels (c'est-à-dire les déficits corrigés des variations cycliques) de 0,5 % du PIB.

Le gouvernement français *n'a pas* approuvé ce dernier point par rapport à son budget pour 2003.

Coordination des politiques économiques

En rapport avec le débat sur l'avenir du Pacte de stabilité et de croissance, une discussion s'est concentrée sur l'efficacité des mesures destinées coordonner les politiques économiques générales au sein de l'UE, en particulier dans la zone euro. Aux termes de l'ex-article 103 (l'actuel article 99) du Traité, tous les États membres, pas seulement ceux de la zone euro, sont obligés de "*[considérer] leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun*" et de "*[les coordonner] au sein du Conseil*". Parmi les objectifs énoncés dans cet article figure une "*convergence soutenue des performances économiques des États membres*". Cette coordination est soutenue par deux procédures:

Les "programmes de convergence" nécessaires pour préparer la réalisation de l'UEM sont devenus, pour les participants de la zone euro⁴⁷, des "**programmes de stabilité**" actualisés annuellement. Bien que ces programmes soient formellement liés aux politiques budgétaires, la plupart des États membres en ont étendu le champ d'application pour inclure des objectifs de politique économique générale (croissance, emploi, etc.) et des programmes de réforme structurelle (imposition, sécurité sociale, etc.). Ces programmes font l'objet de rapports annuels élaborés par la Commission, le Parlement européen et le Conseil.

L'ex-article 103 (l'actuel article 99) a également établi une procédure pour la détermination des "**grandes orientations des politiques économiques**" (GOPE), qui doivent être adoptées par le Conseil en milieu d'année sur la base des propositions de la Commission.

⁴⁶ Mentionné dans le *Financial Times* du 12 juin 2002.

⁴⁷ Le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni continuent à publier des programmes de convergence.

Jusqu'en 2000, cette seconde procédure n'a pas beaucoup attiré l'attention. Puis, contre toute attente, le manque apparent de concordance entre le projet de budget 2001 de l'Irlande et les GOPE adoptées en juin 2000 a déclenché, pour la première fois, des procédures disciplinaires décrites dans l'article susmentionné. Sur la base d'une proposition de la Commission, le Conseil a adressé des "recommandations" publiques au gouvernement irlandais afin qu'il modifie ses politiques.

Une controverse en a tout de suite résulté. Le budget de l'Irlande était largement excédentaire (4,7 % du PIB en 2000) et le niveau de sa dette publique (39 % du PIB pour la même année) était bien inférieur au niveau cible de 60 % fixé par le traité de Maastricht. Le gouvernement irlandais avait pris la décision d'employer les recettes grossies par la reprise économique pour diminuer l'imposition, partiellement pour poursuivre les réformes du système fiscal et aussi pour accroître les investissements publics. Néanmoins, la Commission et le Conseil estimaient que ce relâchement budgétaire était "procyclique" et potentiellement inflationniste.

Le lancement de la procédure de sanctions des GOPE à l'encontre de l'Irlande, dont l'économie atteint les plus belles performances de l'UE, a provoqué un grand ressentiment dans ce pays. L'on peut y voir une explication au rejet du traité de Nice par les électeurs irlandais à l'occasion d'un référendum en mai 2001. Il se peut également que le brusque ralentissement de l'économie américaine en 2001, qui a particulièrement marqué les IDE irlandais, ait justifié la position budgétaire du gouvernement irlandais.

En tout cas, des défauts étaient déjà devenus manifestes dans les procédures destinées à coordonner les politiques économiques, notamment en ce qui concerne les délais des initiatives et rapports. En mars 2002, le Conseil européen de Barcelone a exigé des améliorations.

En septembre 2002, la Commission a donc adopté une communication⁴⁸ proposant "*de rationaliser et de synchroniser*" les différents processus.

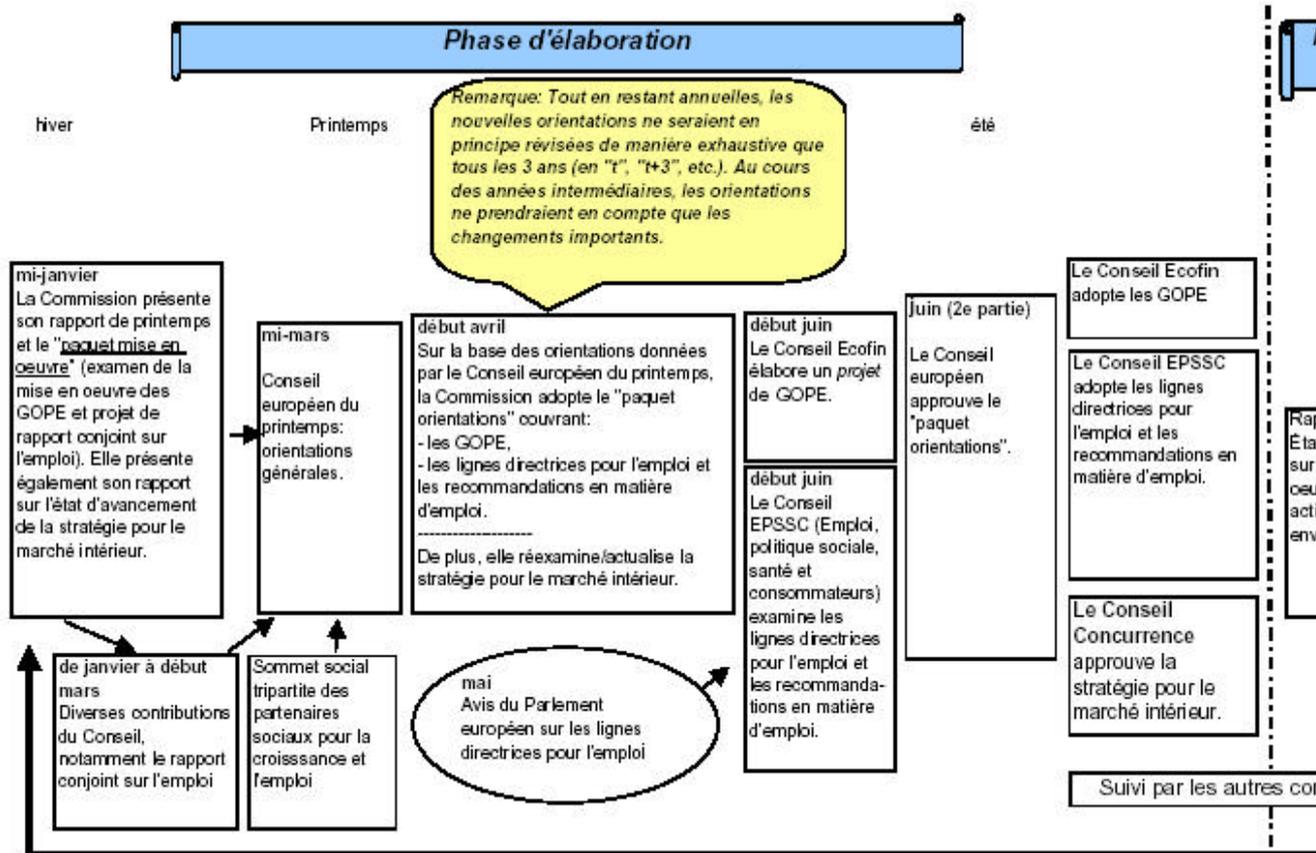
"comme de nouveaux éléments ont été ajoutés de manière ad hoc et sans qu'il ait nécessairement été tenu compte de la situation d'ensemble, le cadre actuel a sans doute gagné en complexité et est devenu plus difficile à comprendre et à expliquer."

Les modifications proposées comprenaient la rationalisation des calendriers qui s'appliquent aux GOPE, à la Stratégie européenne pour l'emploi, ainsi qu'aux procédures pour le marché intérieur, au processus de réforme économique de Cardiff, au dialogue macroéconomique avec les partenaires sociaux institué par le processus de Cologne et aux divers rapports et tableaux de bord liés entre autres à ces politiques (voir le schéma 9). La formulation des orientations politiques avait été moins développée que leur mise en œuvre. Il devait également y avoir

"une responsabilisation et une appropriation mieux partagées, notamment en associant davantage le PE et les parlements nationaux et en améliorant la consultation des partenaires sociaux et de la société civile".

⁴⁸ Communication de la Commission concernant la rationalisation des cycles annuels de coordination de la politique économique et de la politique de l'emploi, COM(2002) 487 du 3 septembre 2002.

Schéma 9: Diagramme de la proposition de cycle rationalisé de coord



Lexique du schéma 9

GOPE: Grandes orientations des politiques économiques

EPSSC: Emploi, politique sociale, santé et consommateurs

IV. Autres questions

Quel est le numéro de téléphone de l'Europe?

(phrase attribuée à Henry Kissinger)

Questions institutionnelles

L'action menée à l'encontre de l'Irlande dans le cadre de la procédure des Grandes orientations des politiques économiques peut avoir eu un effet bénéfique, comme l'a fait remarquer plus tard le ministre irlandais des Finances lui-même en s'adressant à la commission économique et monétaire du Parlement européen: les idées des ministres des Finances se coordonneraient mieux lorsque les grandes orientations futures seraient débattues. Le renforcement des travaux d'ECOFIN (le Conseil des ministres de l'Économie et des Finances) est en effet l'un des principaux aspects de la recherche d'un "gouvernement économique".

Depuis le début de la troisième phase de l'UEM, un tel renforcement est confronté à un problème institutionnel: le fait que l'appartenance à ECOFIN n'implique pas nécessairement l'appartenance à la zone euro. Le Traité prévoit cette situation en supprimant le droit de vote des non-participants lorsqu'il est question de décisions affectant uniquement la zone euro. Le fait que la présidence tournante d'ECOFIN puisse être assumée par un État membre non-participant est résolu en transmettant la présidence au prochain pays de la liste lorsqu'il s'agit de débattre de matières concernant la zone euro⁴⁹.

Cependant, les ministres participants ont très vite ressenti la nécessité d'un arrangement plus structuré. Par conséquent, un organe appelé l'"Euro onze" s'est rapidement formé, composé des ministres des onze États membres qui formaient alors la zone euro. Sa composition beaucoup plus réduite que celle de l'ECOFIN au complet et sa nature informelle ont fait de cet organe un forum efficace pour les discussions de politique économique. Il a commencé à sembler probable que les décisions de politique économique en général, et pas seulement celles qui concernaient directement la zone euro, pourraient en pratique être convenues à l'avance au sein de cet "€11". Après l'adhésion de la Grèce à la zone euro, cet organe a été pendant quelque temps appelé "€12", puis le Conseil européen décidé en 1997 de lui donner le nom d'"Eurogroupe".

Tant le président en fonction d'ECOFIN que celui de l'Eurogroupe se rendent au Parlement européen afin de présenter des rapports, en la personne tantôt d'un, tantôt de deux ministres. L'on propose à présent de faire de l'Eurogroupe un "Conseil des finances pour la zone euro", doté de pouvoirs de décision officiels.

Une telle complexité constitue aussi un aspect de problèmes institutionnels plus vastes. Par exemple, l'une des explications les plus plausibles pour les performances décevantes du taux de change de l'euro par rapport au dollar en 2000 et en 2001 était que "*personne n'est chargé de la politique de change*"⁵⁰. Le traité n'accorde à la BCE aucun mandat pour mener une politique de taux de change, même si elle souhaite mener une telle politique; en outre, les attributions en la

⁴⁹ Par exemple, pendant la présidence suédoise, au premier semestre 2001, la présidence de l'Eurogroupe a été assurée par le ministre belge des Finances, qui est également devenu le président en fonction d'ECOFIN en juillet de la même année. C'est également le cas au deuxième semestre de 2002, lorsque le ministre grec des Finances remplace le président danois d'ECOFIN pour les réunions de l'Eurogroupe.

⁵⁰ Munchau, W., "Euro suffers the perils of benign neglect", *Financial Times*, lundi 24 avril 2000.

matière données au Conseil par l'article 111 (l'ex-article 109) sont limitées et contiennent les germes d'un conflit avec la BCE⁵¹.

La conduite de la politique monétaire

Avec l'acquisition de l'expérience de l'union monétaire, une série de questions se sont posées concernant la conduite même de la politique monétaire. Au niveau opérationnel, la BCE est critiquée à plusieurs égards, en particulier sur la présentation de sa politique.

À un niveau plus fondamental, des critiques sont également apparues à propos du cadre fourni par le Traité et dans lequel la BCE est obligée d'opérer. En plus du problème du taux de change de l'euro, la prédominance de la stabilité des prix sur tous les autres objectifs économiques a été comparée défavorablement avec le mandat de la "Fed" américaine, qui accorde autant d'importance à des facteurs tels que la croissance ou l'emploi.

Des objectifs monétaires ou d'inflation?

Une question particulière, dont la discussion a commencé bien avant le lancement de la troisième phase de l'UEM, est la décision de la BCE de fonder sa politique monétaire sur les "piliers jumeaux" consistant en:

une "valeur de référence" de 4,5 % pour la croissance annuelle du M3 et

une "évaluation large" des évolutions possibles des prix, basée sur des indicateurs des marchés obligataires et des changes, les prix à la production et les salaires, le prix du pétrole, etc.

Théoriquement, plusieurs alternatives auraient pu être choisies: par exemple un taux de change cible pour l'euro, un objectif en termes de revenus nominaux ou de PIB ou un objectif clairement axé sur l'inflation.

Le pilier des agrégats monétaires fait l'objet des critiques les plus vives adressées au système de la BCE. Là aussi, on aurait pu choisir parmi une série de définitions alternatives de la masse monétaire: le M0 (essentiellement les espèces en circulation), le M1 ou le M2 ("la monnaie au sens strict") ou une définition beaucoup plus large (le M3+ ou le M4). Le choix du M3 ("monnaie au sens large") s'explique en partie par l'expérience que la Bundesbank a de cette définition.

Toutefois, depuis le lancement de la troisième phase de l'UEM, la croissance du M3 a été régulièrement supérieure à la valeur de référence choisie, parfois de plusieurs points de pourcentage. Au début, ce constat a suscité des craintes que la BCE ne réagisse en resserrant à l'excès la politique monétaire. Plus récemment, il a donné lieu à l'accusation selon laquelle la BCE a complètement abandonné le pilier monétaire.

⁵¹ Le Conseil, après consultation de la BCE, mais pas en vue de parvenir à un consensus – peut "formuler les orientations générales de politique de change vis-à-vis de ces monnaies [non communautaires]". De même, dans le cadre de la même procédure concernant les orientations générales,

"au cas où des accords sur des questions se rapportant au régime monétaire ou de change doivent faire l'objet de négociations entre la Communauté et un ou plusieurs États ou organisations internationales, le Conseil [...] décide des arrangements relatifs à la négociation et à la conclusion de ces accords... Les accords conclus au titre du présent paragraphe sont contraignants pour les institutions de la Communauté, la BCE et les États membres."

Il n'est rien prévu pour la situation dans laquelle, même après consultation du Conseil/de la BCE, les parties ne parviennent pas à un accord. Selon les termes de ses statuts ainsi que de l'article 105 du traité, la BCE devrait être légalement obligée de s'opposer à tout arrangement qu'elle considère comme une menace pour la stabilité des prix. Par ailleurs, le Conseil peut avoir préséance sur la BCE.

En fait, la BCE a reconnu au début de 2001 que ses estimations de la croissance du M3 avaient été faussées vers le haut par les avoirs en papier monétaire et en titres d'emprunts à court terme détenus par des non-résidents. Son bulletin d'août 2001 a fait observer que, si l'on opère une rectification complète en fonction de ce facteur, la moyenne à trois mois de la croissance du M3 aurait "largement correspondu" à la valeur de référence.

Toutefois, l'approche de "piliers jumeaux", quelque peu opaque, de la BCE a été comparée défavorablement avec la fixation d'objectifs d'inflation plus claire opérée par plusieurs autres banques centrales, notamment la Bank of England. Même si l'objectif de 2,5 % de cette dernière est de peu supérieur à la marge de 2 % fixée par la BCE comme définition de la "stabilité des prix", les valeurs récentes de l'inflation au Royaume-Uni ont été nettement plus favorables que celles de la BCE. On peut également avancer que le fait de viser un taux d'inflation précis permet de juger avec justesse de la réussite de la politique menée.

Plus récemment, les déclarations de plusieurs membres du directoire de la BCE ont quelque peu clarifié le statut de ce taux de 2 %. Le président de la BCE, Wim Duisenberg, a déclaré le 8 octobre 2002 à la commission économique et monétaire du Parlement européen que, bien qu'il n'existe pas de fourchette-cible officielle de 1 à 2 %, si le taux devait tomber sous la barre de 1 %, il s'agirait d'une "déflation imminente" découlant d'une distorsion dans les calculs.

Responsabilité

La BCE jouit d'une plus grande indépendance que toute autre banque centrale appartenant à tout système politique ayant jamais existé, car elle est protégée d'une façon qui ne s'applique même pas à la plus indépendante des banques centrales nationales. Les statuts d'une banque nationale peuvent en théorie être modifiés soit par la simple adoption d'une législation, soit, dans la solution la plus extrême, par un amendement à la constitution nationale apporté au moyen de procédures prescrites. Pour apporter quelque changement que ce soit aux statuts de la Banque centrale européenne, il serait nécessaire de modifier le traité sur l'Union européenne lui-même, une procédure qui requerrait:

une décision unanime des États membres de l'UE et

l'approbation de toute modification par référendum dans plusieurs de ces États membres.

Une telle indépendance peut certainement se justifier. Il semble qu'il existe une corrélation entre le degré d'indépendance d'une banque centrale et le succès de ses mesures de préservation de la valeur de la monnaie. Pour parler sans ambages, le besoin à court terme d'être réélu pousse des hommes politiques démocratiques à négliger les intérêts à long terme des électeurs. L'indépendance d'une banque centrale ne vise donc pas à outrepasser le processus démocratique, mais à rééquilibrer le système en faveur du long terme par opposition au court terme (voir plus haut le chapitre "Les fonctions de la monnaie").

Bien entendu, il faut aussi tenir compte du risque contraire que l'on a qualifié de "*machisme* de banque centrale", un désir de renforcer sa propre réputation en battant les records de stabilité des prix, même au prix d'un ralentissement de la croissance et d'une augmentation du chômage. Ce n'est pas un hasard si le principal argument utilisé par les opposants à l'UEM est le transfert excessif de pouvoir des "parlements élus vers des banquiers de banques centrales non élus". Ces opposants se font l'écho de l'opinion du Président américain Andrew Jackson, qui a opposé son veto à la création d'une banque centrale américaine en 1832, car il pensait qu'elle deviendrait un "monstre".

La réponse à ce problème apportée par les traités consiste à rendre la BCE largement responsable devant le Parlement européen. La BCE doit ainsi:

"adresser un rapport annuel sur les activités du SEBC et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours,"

rapport que le président de la BCE doit ensuite:

"présenter [...] au Conseil et au Parlement européen, qui peut tenir un débat général sur cette base."

En plus de cette procédure annuelle:

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

Suite à l'accord entre la BCE et le Parlement, la seconde de ces dispositions a été transformée en un "dialogue monétaire" régulier, basé sur des interventions publiques trimestrielles du président de la BCE (ou, occasionnellement, de son vice-président) à la commission économique et monétaire du Parlement. De son côté, cette commission a mis sur pied un panel d'universitaires et autres experts chargés de fournir aux députés un briefing détaillé avant chaque réunion. Tous ces documents, ainsi que les comptes rendus in extenso des réunions elles-mêmes, sont publiés sur le site Internet du Parlement et de la BCE dans les jours qui suivent les réunions.

Transparence

L'une des grandes causes de désaccord perpétuel entre la BCE et le Parlement concerne la transparence des décisions de la première. La BCE est l'une des banques centrales les plus ouvertes du monde: outre son rapport annuel, elle publie un *Bulletin mensuel* ainsi que des *documents de travail* et *documents occasionnels* à vocation analytique, des brochures d'information et un grand nombre d'autres documents de fond. Dans son *Economic Survey* de juillet 2002 sur la zone euro, l'OCDE a fait remarquer que

*"dans l'ensemble [...] l'Eurosystème obtient de meilleurs résultats en matière de transparence que la plupart des autres grandes banques centrales, y compris la Bundesbank d'avant 1999. Cette appréciation a été confirmée une nouvelle fois par un rapport récent du FMI [...]"*⁵².

Néanmoins, le Parlement a toujours soutenu qu'il *devait pouvoir être possible de déterminer pourquoi et comment la BCE prend ses décisions*⁵³. À cet effet, il faudrait publier dans les semaines suivantes le procès-verbal des réunions du conseil des gouverneurs de la BCE au cours desquelles des décisions importantes ont été prises par les six membres du directoire en concertation avec les douze gouverneurs des banques centrales nationales participantes.

⁵² "Euro Area: Report on Observance of Standards and Codes", *IMF Country Report*, N° 01/195, Washington, octobre 2001.

⁵³ Randzio-Plath, C., Rapport sur la *Responsabilité démocratique dans la troisième phase de l'UEM*, adopté par le Parlement le 1er avril 1998, Parlement européen, document A4-0110/98.

Tableau 8: Comparaison de la publication des procès-verbaux et des comptes rendus in extenso par les commissions monétaires des quatre banques centrales principales.

	Banque d'Angleterre	Banque du Japon	BCE	Fed. (US)
Publication des procès-verbaux après...	13 jours	1 mois	s.o.	5 à 8 semaines
Les procès-verbaux donnent tous les détails des:				
débats internes	Oui	Oui	Non	Oui
opinions individuelles	Non	Non	Non	Oui
votes individuels	Oui	Oui	Non	Oui
Conservation des comptes rendus in extenso	Non	Oui	Non	Oui
Publication des comptes rendus in extenso après...	s.o.	10 ans	s.o.	5 ans

s.o. = sans objet

Source: J.P.Morgan, "Guide to Central Bank Watching", mars 2000, inclus dans un document explicatif adressé au Parlement européen par le Prof. S.C.W. Eijffinger, "Should the ECB Governing Council Decide to Publish its Minutes of Meetings?", 11 décembre 2001.

Il ne fait cependant aucun doute que les mésententes persistent sur cette question, comme l'a démontré, en 1998, un bref échange de propos entre M^{me} Hautala, députée finlandaise de la commission du Parlement, et M. Duisenberg, président de la BCE.

M^{me} Hautala: "*Je constate que vous ne publierez les procès-verbaux qu'après 16 mois. Est-ce que ce délai n'est pas un peu long?*"

M. Duisenberg: "*Il doit s'agir d'une erreur de traduction, que je vais corriger pour dissiper tout malentendu: j'avais parlé de 16 ans et non pas de 16 mois.*"

Questionné à ce sujet, Wim Duisenberg a maintenu catégoriquement que les procès-verbaux ne devaient pas être publiés avant que le dernier gouverneur de banque centrale nationale ayant participé à une certaine décision n'ait quitté son poste. Et d'ajouter que, selon lui, la publication des procès-verbaux après six semaines par la "Fed" américaine a parfois influencé les marchés, tout comme la publication des résultats des votes à la Commission monétaire de la Bank of England.

Une réponse écrite, envoyée ultérieurement par Otmar Issing, membre du directoire, a clarifié la position de la BCE:

"La publication précoce des procès-verbaux compromettrait la nature ouverte du dialogue mené au sein du conseil des gouverneurs, nature ouverte qui est essentielle pour le processus de prise de décision. La révélation des détails des votes entraînerait une personnalisation des décisions de la BCE et exposerait peut-être les membres du conseil des gouverneurs à des pressions politiques incompatibles avec l'indépendance de la BCE."

L'un des compromis proposés par le Parlement suggérerait de publier un résumé des procès-verbaux qui indiquerait les chiffres des votes et les arguments avancés sans citer de noms.

Paiements transfrontaliers

Le niveau des frais bancaires prélevés pour le virement de petites sommes entre États membres de la zone euro constitue un sujet qui a déclenché une colère assez vive du public depuis le début de l'union monétaire. Pour les virements de gros montants, et en vue de la mise en œuvre de la politique monétaire, la BCE a créé le système TARGET, qui fonctionne bien. Mais pour le grand public, la création de la monnaie unique a souvent semblé donner lieu à une *augmentation* et non une diminution des frais bancaires.

Paradoxalement, l'une des causes de ce phénomène est la suppression des frais de change. Avant l'UEM, tous les frais bancaires qui étaient prélevés pour changer une monnaie nationale en une autre étaient couverts par le principe de l'"étalement": il existait un taux pour changer la monnaie A en monnaie B et un autre taux pour l'opération inverse. À présent qu'il n'y a plus que des taux uniques, les frais sont devenus plus transparents et comme un grand nombre de ces frais sont fixes, indépendamment du montant transféré, plus ce montant est petit, plus les frais relatifs (en pourcentage) sont élevés. La Commission a constaté que, en novembre 1999, les frais *moyens* prélevés pour un virement de 100 euros étaient de 17 euros⁵⁴. En 2001, cette moyenne s'est établie à 20 euros⁵⁵.

À la suite de pressions intenses exercées par le Parlement européen⁵⁶, la Commission a publié en 2001 un projet de règlement³⁹ concernant les paiements transfrontaliers, qui a été adopté par le Conseil cette même année. Ce règlement a eu initialement pour effet que, au 1^{er} juillet 2002, les banques devaient prélever des frais identiques pour tout retrait d'espèces ou paiement par carte jusqu'à 12 500 euros, indépendamment du caractère national ou transnational de l'opération.

Prix des actifs, crédits et investissements

En juillet 2002, la Banque des règlements internationaux a publié un article⁵⁷ dans lequel elle posait la question de savoir si l'objectif de stabilité des prix de la politique monétaire était à lui seul suffisant pour maintenir la stabilité financière générale. En analysant les données relatives aux prix des actifs et aux crédits dans les plus grandes économies du monde depuis 1970, elle a constaté que *"des déséquilibres financiers peuvent se développer, et se développent effectivement, en période de déflation ou dans un climat de faible inflation."*

⁵⁴ "Rapport sur les préparatifs de l'introduction des billets et pièces en euros", COM(2001) 190, 3 avril 2001.

⁵⁵ Proposition de règlement concernant les paiements transfrontaliers en euros, (COM(2001) 439 du 25 juillet 2001).

⁵⁶ Voir, par exemple, "Amélioration des paiements transfrontaliers dans la zone euro", *Série Affaires économiques*, ECON 123, Direction générale des études, Parlement européen, Luxembourg, août 2000;

"Rapport sur la communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur les paiements de détail dans le marché intérieur, pour la commission économique et monétaire, Rapporteur: Karla M.H. Peijs, document A5-0283/2000, octobre 2000;

"Rapport sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les paiements transfrontaliers en euro", pour la commission économique et monétaire, Rapporteur: Karla M.H. Peijs, document A5-0357/2001, octobre 2001 ; et

"Recommandation pour la deuxième lecture relative à la position commune arrêtée par le Conseil en vue de l'adoption de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les paiements transfrontaliers en euro", pour la commission économique et monétaire, Rapporteur: Karla M.H. Peijs, document A5-0453/2001, décembre 2001. ⁵⁷ "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", de Claudio Borio et Philip Lowe, *BIS Document de travail* 114, juillet 2002.

De plus, une faible inflation et un degré élevé de crédibilité de la politique monétaire pourraient, à eux seuls, mener à un excès d'optimisme quant aux "bulles" futures et probables des prix des actifs, des crédits et des investissements.

Cette étude a toutefois souligné les problèmes considérables liés aux mesures. L'indice global des prix des actifs propre à la BRI combine trois types d'actifs: actions, biens immobiliers à usage résidentiel et biens immobiliers à usage commercial. Mais ces composants n'évoluaient pas nécessairement dans la même direction au même moment et avaient une importance différente dans chaque économie. Les données disponibles sur les prix de l'immobilier étaient rares. Il a cependant été possible d'affirmer que

"généralement, les niveaux les plus élevés des prix des actions ont tendance à devancer d'un an ou deux ceux des prix de l'immobilier. Les prix des biens immobiliers résidentiels sont habituellement les derniers à changer.»

Ensuite, l'évolution des prix des actifs n'était pas en soi une explication suffisante des périodes d'instabilité financière. Les "booms et chutes" des prix des actifs n'étaient *"qu'une association plus importante de symptômes"*. Une rapide expansion des crédits et une accumulation de capitaux supérieure à la moyenne constituaient d'autres symptômes.

En raison de ces facteurs, il était difficile de connaître précisément les conséquences de la politique monétaire. Comme Charles Wyplosz l'a récemment fait remarquer, *"les bulles sont un cauchemar pour les banques centrales."*⁵⁸. Les problèmes que celles-ci connaissent ont été mis en évidence par la controverse provoquée par les remarques du président de la "Fed" américaine, Alan Greenspan, à propos de la politique monétaire américaine, au moment de la hausse rapide des prix des actions à la fin des années 1990.

*"[...] il n'existe pas de resserrement monétaire progressif, à risque faible et à moindre coût qui puisse dégonfler une bulle de manière fiable. Mais existe-t-il une politique qui puisse au moins limiter l'ampleur d'une bulle et donc ses répercussions destructrices? D'après les données actuellement disponibles, la réponse semble être négative."*⁵⁹.

Bien entendu, l'augmentation des prix des actifs influence directement les chiffres normaux de l'inflation, même si ceux-ci ne sont pas inclus dans les indices de prix. La conséquence la plus évidente est l'"effet de richesse": un niveau plus élevé des valeurs boursières ou des prix de l'immobilier fait en sorte que les gens se sentent dans une situation plus avantageuse, ce qui entraîne une hausse des emprunts et des dépenses, ainsi qu'une augmentation de la demande. C'est pourquoi les banques centrales surveillent de près l'évolution des prix des actifs, qui sont les indicateurs d'une probable inflation ultérieure des prix à la consommation.

Mais, comme l'a fait remarquer le professeur Eijffinger,

*"[...] les banques centrales ne possèdent pas de mandat politique pour arrêter l'inflation des prix des actifs. Le public reconnaît que l'inflation dans le secteur des biens et des services est dommageable, mais presque tout le monde considère la hausse de prix des actions et de l'immobilier comme un bienfait."*⁶⁰.

⁵⁸ Voir "Asset and Property Prices and Monetary Policy", note explicative adressée à la commission économique et monétaire du Parlement européen, octobre 2002.

⁵⁹ "Economic Volatility", Jackson Hole Symposium, 2002.

⁶⁰ "How should the European Central Bank assess asset and property prices as indicators for its monetary policy?" document explicatif adressé à la commission économique et monétaire du Parlement européen, octobre 2002.

En outre, il se peut qu'il ne soit pas clair, en même temps, que l'augmentation des prix des actifs est à vrai dire injustifiée: le boom des actions américaines dans les années 1990 était largement attribué à l'époque à un accroissement important de la productivité, qui a été facilité par la technologie. La politique traditionnelle des banques centrales, comme l'a expliqué clairement Alan Greenspan dans son exposé à Jackson Hole, consiste donc à éviter les politiques délibérément élaborées pour crever les bulles et à agir uniquement si une chute des prix des actifs se produit d'elle-même.

Néanmoins, l'article de la BRI a avancé qu'il existait un argument en faveur d'un

"autre régime de politique monétaire selon lequel il était entendu que la politique monétaire devait jouer un rôle dans le maintien de la stabilité financière plutôt que dans le contrôle de l'inflation à court terme".

Pour résoudre cela, il suffirait d'inclure les prix des actifs dans les indices utilisés pour mesurer l'inflation. Toutefois, cette solution *"comporte de nombreuses difficultés pratiques:"*

*"[...] le poids des prix des actifs dans l'IPC serait écrasant (certains calculs estiment ce poids à 97 %, laissant seulement 3 % pour l'IPC actuel dans le nouvel indice). Donc, de facto, les banques centrales cibleraient les prix des actifs, ce qui est impossible."*⁶¹.

Au contraire, le professeur Thygesen plaide en faveur de l'inclusion des prix des actifs dans l'indice en leur donnant un poids qui reflète la part d'économies dans le revenu disponible total des particuliers.

D'un autre côté, l'article de la BRI soutient une politique qui distingue les objectifs de la stabilité des prix de ceux de la stabilité financière. Même si une inflation, quelle qu'en soit la définition, est contrôlée, la politique monétaire pourrait être établie de façon à réagir à tout développement de déséquilibres financiers.

Pour répondre à l'objection selon laquelle les déséquilibres financiers sont difficiles à identifier, l'article fait remarquer que

"les périodes de forte croissance des crédits, de brusque augmentation des prix des actifs et d'augmentation des niveaux d'investissement entraînent presque invariablement des tensions dans le système financier."

Il souligne également que les prix des erreurs des politiques sont asymétriques:

"Si l'économie est en effet robuste et que le boom est soutenable, il est peu probable que les mesures prises par les autorités afin de contenir ce boom ne le fassent avorter totalement. Au contraire, un manque de mesure pourrait avoir des conséquences bien plus dommageables, au fur et à mesure de l'évolution des déséquilibres."

L'article se termine toutefois sur un avertissement. Pour qu'une telle politique soit efficace, il faudrait une collaboration étroite entre les autorités monétaires et les organismes de contrôle du système financier. Il faudrait tout d'abord *"des données plus nombreuses et de meilleure qualité"*, *"une recherche empirique plus importante et de meilleure qualité"* et *"une recherche analytique plus importante et de meilleure qualité"*.

⁶¹ Thygesen, N., "Asset and property prices and monetary policy: a reassessment?", document explicatif adressé à la commission économique et monétaire du Parlement européen, octobre 2002.

V. Élargissement de la zone euro

"Il serait parfaitement inepte d'exclure un pays dont la monnaie s'est révélée stable, au seul motif qu'il n'a pas adhéré formellement au MTC pendant deux ans."

(Eddie George, gouverneur de la Bank of England)

Trois États membres de l'UE (le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni) n'ont pas adhéré à la zone euro. Conformément aux deux protocoles annexés au Traité, le Danemark et le Royaume-Uni se sont réservé le droit de ne pas y participer, même s'ils répondent aux critères de convergence fixés à Maastricht. Toutefois, la monnaie danoise participe au nouveau mécanisme des taux de change du Système monétaire européen (MTC II).

La Suède n'a pas décidé officiellement de rester en dehors de la zone euro. Néanmoins, au moment de l'évaluation de 1998, la banque centrale suédoise n'a pas totalement satisfait à la condition d'indépendance et, comme la livre sterling, la couronne suédoise ne participe toujours pas au MTC II. Deux évaluations⁶² ultérieures ont constaté que la situation n'avait fondamentalement pas changé. Conformément à l'article 122(1) du Traité, la Suède est donc un "État membre faisant l'objet d'une dérogation".

En principe, les gouvernements de ces trois pays sont en faveur d'une adhésion à la zone euro. Mais dans ces trois pays, l'issue dépendra des résultats de référendums auprès de la population. Dans ces pays, l'état de l'opinion publique, qui a fortement fluctué entre l'opposition et le soutien ces dernières années, du moins au Danemark et en Suède, est donc un facteur essentiel. Ces trois pays répondent aux critères d'inflation, de taux d'intérêt et de budget (voir le tableau 9).

Tableau 9: Danemark, Suède et Royaume-Uni: critères nominaux de convergence, 2001.

	Inflation (%)	Taux d'intérêt à long terme (%)	Déficit budgétaire en % du PIB	Dettes publiques en % du PIB
Taux de référence	3,3	7,0	déficit de 3,0	60
Danemark	2,5	5,1	excédent de 2,8	43,2
Suède	2,7	5,1	excédent de 4,8	55
Royaume-Uni	1,2	4,9	déficit de 0,8	43,2

Source: Commission

Danemark

Le 28 septembre 2000, un référendum a été organisé afin de savoir si le Danemark devait se porter candidat à l'adhésion à la zone euro. Malgré les conclusions d'un rapport sur l'entrée dans la zone euro publié par le ministère danois de l'Économie, selon lesquelles l'impact global serait positif, et malgré un large soutien de la plupart des partis politiques, des entreprises et des dirigeants syndicaux en faveur de l'adhésion du Danemark, le référendum s'est soldé par un rejet à 53 % contre 47 %. Si le vote avait uniquement porté sur l'aspect économique de l'adhésion à l'UEM, la campagne du "oui" aurait probablement remporté la victoire. Mais des doutes

⁶² Rapport sur l'état de la convergence 2000 (COM(2000) 277) du 3 mai 2000 et Rapport de convergence 2002 – Suède (COM(2002) 243) du 22 mai 2002.

politiques, en particulier des craintes à propos de la perte de la souveraineté, ont fait pencher la balance⁶³.

Récemment, en particulier depuis l'introduction des billets et pièces en euros, l'opinion danoise a toutefois évolué. Un sondage d'opinion publique réalisé en janvier 2002 a révélé que 57 % des personnes interrogées étaient en faveur de l'adhésion à la zone euro, contre 34 % d'opposants. Des sondages ultérieurs ont montré une répartition similaire des opinions.

En novembre 2001, des élections législatives ont donné lieu à la formation d'un gouvernement de coalition libéral-conservateur, dirigé par le Premier ministre Anders Fogh Rasmussen, qui est totalement en faveur de l'adhésion à la zone euro. Néanmoins, il existe une certaine réticence à organiser un second référendum sur cette question, si peu de temps après le premier, étant donné que la situation économique et constitutionnelle ne s'est pas profondément modifiée. La tenue d'un second référendum dépendra en grande partie de la décision de la Suède et du Royaume-Uni de se prononcer ou non sur cette question dans un avenir proche.

La plupart des analyses de la situation économique et politique du Danemark concluent cependant que le pays ne tire aucun avantage réel à rester en dehors de la zone monétaire unique. C'est une petite économie ouverte, qui réalise environ 66 % des échanges avec l'UE. En réalité, le taux de change de sa monnaie est lié à l'euro et la banque centrale est un "preneur" de décisions arrêtées au sein du Système européen des banques centrales dont elle membre, mais dans lequel elle ne peut pas participer au vote du conseil des gouverneurs.

Suède

Au moment de l'évaluation de 1998, la Suède satisfaisait à tous les critères de convergences établis à Maastricht, à l'exception des exigences relatives à l'indépendance de la banque centrale et à l'adhésion au MTC. C'est toujours le cas depuis la création de la zone euro. En réalité, la Suède a exercé son droit de ne pas participer à la zone euro, pratiquement comme le Danemark et le Royaume-Uni. Mais officiellement, contrairement au Danemark et au Royaume-Uni, la Suède est tenue d'adhérer à la zone euro, comme le stipule l'article 122 du Traité⁶⁴.

Entre-temps, le taux de change de la couronne suédoise a flotté et a même fluctué fortement par rapport à l'euro et à d'autres monnaies (voir le schéma 10). En fait, cette volatilité représente un problème plus grave que la question de l'adhésion officielle au MTC II, car le Traité stipule clairement que le respect des marges de fluctuation du MTC est exigé, essentiellement afin de prouver "*un degré élevé de convergence durable*" (voir aussi plus bas "*Le critère du taux d'intérêt*").

Comme dans le cas du Danemark, l'opinion publique suédoise se montre bien plus en faveur de l'adhésion à la zone euro depuis cette année. D'après l'Eurobaromètre, le soutien à l'euro a fait un bond en passant de 29 % au printemps 2001 à 51 % six mois plus tard seulement. Les partisans de l'adhésion à la zone euro sont toujours majoritaires dans tous les sondages depuis l'introduction des billets et pièces en euros début 2002, cette majorité ayant même continué de croître au cours de cette année.

⁶³ Voir "The Eurozone in action - changes and challenges", rapport d'étude réalisé par l'Economist Intelligence Unit, Londres 2000.

⁶⁴ Étant donné qu'une non-adhésion à la zone euro prend la forme d'une dérogation aux obligations du Traité accordée aux États membres, une décision du Conseil déclarant qu'un État membre a satisfait aux critères signifie également une décision de "[mettre] fin aux dérogations des États membres concernés". À partir du moment où l'on estime que la Suède satisfait aux critères, elle n'a donc pas d'autre choix que de faire partie de la zone euro.

Schéma 10: Taux de change SEK/EUR, 1999-2002

Toujours comme au Danemark, il existe toutefois une réticence quant à l'organisation d'un référendum tant que des résultats positifs ne sont pas garantis. Le Premier ministre suédois, Göran Persson, a particulièrement tenu à coordonner des actions avec son homologue britannique de centre gauche, le Premier ministre Tony Blair.

M. Persson a été réélu lors des élections législatives de septembre 2002.

Le Royaume-Uni

Contrairement aux deux autres pays ne participant pas à la zone euro, le Royaume-Uni a constamment connu une majorité du public hostile à cette adhésion.

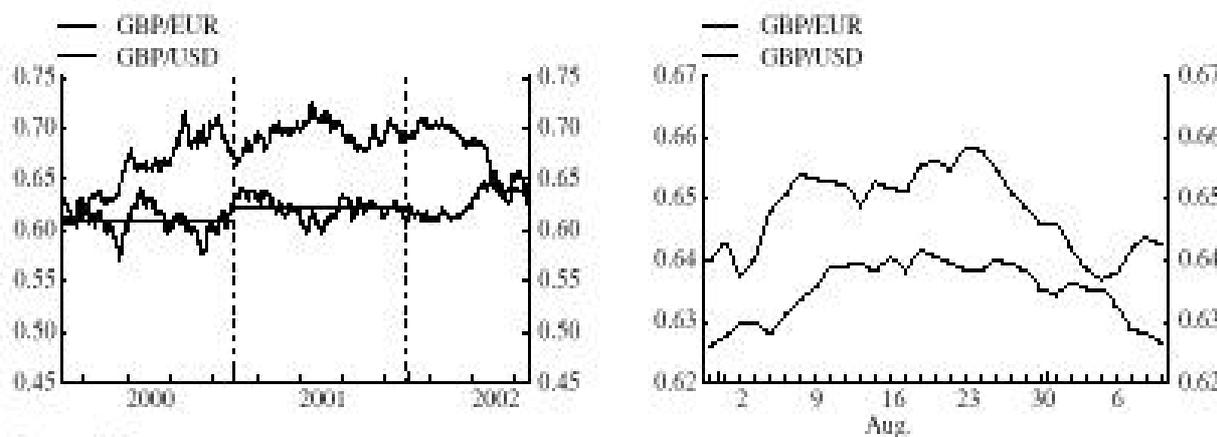
Comme au Danemark et en Suède, les sondages ont indiqué une brusque augmentation des avis favorables à la suite de l'introduction des billets et pièces en euros. L'étude Eurotrack que Barclays a réalisée à ce moment-là a même révélé une majorité de 1 % *en faveur de* l'adhésion, à condition que les cinq critères économiques du gouvernement aient été satisfaisants (voir ci-dessous). Mais plus tard, la majorité est repassée du côté des opposants, variant entre 70/30 et 60/40.

Paradoxalement, toutefois, les sondages montrent qu'une majorité pratiquement semblable s'attend à ce que le Royaume-Uni rejoigne la zone euro dans les prochaines années. D'après un calcul effectué par la HSBC Bank, les marchés financiers estiment que la probabilité pour que Royaume-Uni adhère à la zone euro au cours de la législature actuelle (c'est-à-dire avant 2006 au plus tard) est d'environ 50 %.

Bien entendu, le Royaume-Uni devra satisfaire aux critères de convergence fixés à Maastricht et, comme dans le cas de la Suède, il est difficile de savoir dans combien de temps il sera possible d'estimer que le Royaume-Uni aura satisfait aux critères du taux de change de la livre sterling. Celle-ci se montre assez volatile par rapport à l'euro et a tendance à suivre la même évolution que le dollar. Il est toutefois possible que la livre sterling se détache du dollar et se fixe dans une marge avoisinant les 65 pence par euro. Plusieurs études ont estimé le taux "correct" de la livre sterling entre 64 p et 67 p, entre 68 p et 70 p et entre 65 p et 77 p.⁶⁵

⁶⁵ Voir "United Kingdom, Sweden and Denmark on the way to EMU?", Deutsche Bank Research, *EMU Watch* 95, 25 août 2002.

Schéma 11: Taux de change de la livre sterling par rapport au dollar et à l'euro



Source: ECB.

(au mois d'août 2002)

Par ailleurs, le gouvernement britannique a établi cinq critères économiques, sur la base desquels il recommandera ou non à l'électorat l'adhésion à la zone euro.

Existe-t-il une **convergence durable** entre l'économie du Royaume-Uni et celle de la zone euro?

Existe-t-il une **flexibilité** suffisante pour faire face au changement économique?

L'adhésion encouragera-t-elle ou découragera-t-elle les compagnies à **investir au Royaume-Uni**?

Quel sera l'impact sur le secteur des **services financiers**?

L'adhésion sera-t-elle bénéfique pour l'**emploi**?

Dans la mesure où ces critères peuvent être quantifiés, plusieurs études ont indiqué qu'ils s'étaient déjà avérés satisfaisants. Néanmoins, le gouvernement publiera sa propre évaluation en juin 2003. Si elle est positive, le référendum suivra et, d'après le dernier calendrier du gouvernement britannique, l'euro pourrait être introduit deux ans plus tard; les livres et les pence seraient alors retirés après deux mois de double circulation.

Des études considérables sont menées afin d'évaluer les cinq critères économiques. Le ministère britannique des Finances a annoncé que des analyses étaient en cours de réalisation, en particulier dans les domaines suivants: mécanismes de transmission monétaire, marché de l'immobilier, cycles économiques nationaux, taux de change, marchés de l'emploi, réactions aux chocs asymétriques, stabilisateurs de la politique budgétaire, coût des capitaux, impact sur la production et les services et emplacement des services financiers. En outre, un travail considérable a été réalisé afin de préparer les détails techniques nécessaires au passage à l'euro. Une ébauche du plan national de basculement a été publiée en février 1997 et une mise à jour est parue en mars 2000.

Les pays candidats

Onze pays d'Europe centrale et orientale ainsi que Chypre (CY), Malte (M) et la Turquie (TR) sont candidats à l'adhésion à part entière à l'Union européenne.

Des négociations officielles sont déjà bien avancées avec dix de ces pays: La République tchèque (CZ), Chypre (CY), l'Estonie (EST), la Hongrie (H), la Lituanie (LT), la Lettonie (LV), Malte (M), la Pologne (PL), la Slovaquie (SK) et la Slovénie (SLO). Les négociations avec la Bulgarie (BG) et la Roumanie (RO) progressent également.

Dans le cas de la Turquie, la situation est compliquée par le statut de la partie nord de Chypre, avec laquelle la Turquie a récemment conclu une union douanière effective. Le commissaire à l'élargissement a déclaré⁶⁶: "*il n'y aura pas de négociation d'adhésion séparée avec le nord de l'île et il est parfaitement illusoire de penser que le nord de Chypre puisse devenir membre de l'UE en tant que partie du territoire turc.*"

Il convient également de savoir si et quand les négociations sur l'adhésion à l'UE peuvent être entamées avec d'autres pays. Ceux-ci comprennent l'Albanie (AL), la Yougoslavie (YU) elle-même (Serbie et Monténégro) et d'anciennes régions de la Yougoslavie (Croatie (HR), Bosnie-Herzégovine (BIH) et Macédoine (MK)). En mai et juin 2001 respectivement, la Macédoine et la Croatie ont pris les premières mesures dans cette direction en concluant des accords d'association avec l'UE. D'autres États membres potentiels incluent la Moldavie (MD), qui présente des liens culturels et politiques avec la Roumanie, et l'Ukraine (UA).

Les critères d'adhésion à l'UE

Les conditions de base pour adhérer à l'UE sont présentées dans les *Critères de Copenhague* de 1993:

- la stabilité des institutions garantissant la démocratie, l'État de droit, les droits de l'homme ainsi que le respect et la protection des minorités;
- l'existence d'une économie de marché viable;
- la capacité de faire face à la pression concurrentielle et aux forces du marché à l'intérieur de l'Union et
- la capacité d'assumer les obligations de l'adhésion, et notamment d'adopter l'*acquis* (législation communautaire existante) et de souscrire aux "*objectifs de l'union politique, économique et monétaire*".

La progression des pays candidats dans l'adoption de l'*acquis* constitue le sujet d'une étude détaillée de la Commission dans le cadre de la procédure de sélection organisée en 31 chapitres. Les négociations sur le sujet de l'Union économique et monétaire (chapitre 11) ont été provisoirement clôturées avec tous les pays candidats actuels, excepté la Bulgarie et la Roumanie.

Le statut des nouveaux États membres par rapport à l'UEM

L'adhésion à l'UE n'implique pas automatiquement la participation à la zone euro. Bien qu'une adhésion simultanée ne soit pas totalement impossible (adhésion soumise à la satisfaction préalable des critères de convergence nécessaires; voir le point suivant), il est pratiquement certain que les nouveaux États membres nécessiteront une période de transition avant de pouvoir adopter l'euro. Dans ce cas, conformément à l'article 122(1) du Traité, les nouveaux États membres de l'UE seront dans un premier temps, comme dans le cas de la Suède, des *États membres faisant l'objet d'une dérogation*.

Dès leur adhésion à l'UE, les nouveaux États membres seront toutefois obligés d'adopter l'*acquis* et seront donc liés par l'article 4 (ex-article 3a) du Traité et par le Titre VII (ex-Titre VI). Ceux-ci concernent l'adhésion à l'Union économique et monétaire, la troisième phase étant exclue au départ. En particulier:

- À moins qu'une exclusion similaire à celle du Danemark et du Royaume-Uni ne soit négociée (et ni l'UE ni les candidats ne l'envisagent), il sera demandé au nouvel État

⁶⁶ Le 16 janvier 2001.

membre de rejoindre la zone euro dès qu'il satisfait aux critères d'adhésion. Des évaluations sont réalisées au moins une fois tous les deux ans, comme le prévoit l'article 122(2).

- La libéralisation de la circulation des capitaux devra être achevée (article 56, ex-article 73b).
- Conformément à l'article 124 (ex-article 109m) du Traité, un État membre qui ne fait pas partie de la zone euro doit traiter sa politique de change comme un problème d'intérêt commun.
- Bien qu'il ne soit pas lié par l'entière des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance afin de maintenir les déficits budgétaires sous la barre de 3 % du PIB et de conserver des budgets équilibrés pendant tout le cycle économique, un État membre qui ne fait pas partie de la zone euro doit tout mettre en œuvre pour éviter les déficits publics excessifs, conformément à l'article 104 (ex-article 104c) et à l'article 116 (ex-article 109e) du Traité.
- De même, tous les États membres doivent, comme le stipule l'article 99 (ex-article 103), considérer leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et les coordonner au sein du Conseil. Ils seront couverts par les procédures décrites dans cet article relatives à la surveillance multilatérale et aux grandes orientations.
- Tous les États membres, qu'ils adoptent l'euro ou non, doivent respecter les trois "règles d'or" relatives aux finances du secteur public et contenues dans le Traité: aucun "financement monétaire" des déficits budgétaires, aucun "accès privilégié" aux fonds provenant d'institutions financières et aucun "renflouement" par la Communauté elle-même ou par d'autres États membres.
- Conformément à l'article 109 (ex-article 108), la législation nationale, y compris les statuts de la banque centrale nationale, doit être compatible avec le Traité et les statuts du Système européen des banques centrales (SEBC). Cette obligation comprend l'indépendance des autorités monétaires et la prédominance de l'objectif de la stabilité des prix. Les gouverneurs des banques centrales de tous les États membres deviendront membres du conseil général (mais pas du conseil des gouverneurs) de la Banque centrale européenne (BCE).

Dans la pratique, les pays candidats devront se diriger vers l'adoption de la majeure partie de l'*acquis* de l'UEM lors de la phrase de préadhésion. Par exemple, la libéralisation de la circulation des capitaux sera en tout cas nécessaire pour répondre au critère économique de Copenhague qui exige l'existence d'une économie de marché viable. Des progrès seront également indispensables afin de pouvoir respecter les "règles d'or" relatives aux finances du secteur public et d'aligner les statuts de la banque centrale nationale sur ceux du Traité. En réalité, tous les États candidats adoptent déjà les mesures nécessaires pour atteindre ces objectifs.

Critères d'adhésion à l'UEM

Pour qu'un État puisse participer à la zone euro, il doit atteindre un *degré élevé de convergence durable*, mesuré à l'aide des critères présentés dans l'article 121 (ex-article 109j).

Le critère de l'inflation

La norme établie par le Traité est "*un taux d'inflation proche de celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats*", "proche" étant défini dans le protocole sur les critères de convergence comme ne dépassant pas la moyenne de plus de 1,5 %.

Il n'y a à proprement parler qu'un seul taux d'inflation pour l'euro même, bien que les niveaux de prix et leur taux de change puissent continuer à varier entre différentes régions de la zone ⁶⁷. Il est donc raisonnable de comprendre que ce critère signifie que le taux d'inflation ne peut dépasser de plus de 1,5 % l'inflation de l'ensemble de la zone euro. Le Rapport sur l'état de la convergence 2000⁶⁸ de la Commission, dont l'évaluation portait sur la Grèce et la Suède, a fait remarquer que la BCE avait défini la stabilité des prix comme "une augmentation de l'IPCH, en glissement annuel, inférieure à 2% dans la zone euro", et d'ajouter que

"Il semble donc souhaitable de prendre en compte, pour l'évaluation d'un "degré élevé de stabilité des prix", la performance de la zone euro en matière de stabilité des prix ainsi que la définition de la stabilité des prix de la BCE. Cela se justifie d'autant plus que l'euro et l'économie de la zone euro constituent les repères économiquement pertinents vers lesquels les pays qui veulent adhérer à l'euro devraient orienter leurs efforts de convergence."

Lorsque l'on a estimé en juin 2000 que la Grèce satisfaisait aux critères de convergence, l'évaluation s'était faite strictement par rapport aux trois États membres de l'UE qui présentaient alors les meilleurs résultats, malgré le fait que deux d'entre eux, la Suède et le Royaume-Uni, ne faisaient pas partie de la zone euro.

Il est évident qu'une telle interprétation stricte du Traité entraîne le risque qu'un pays présentant une plus faible inflation que celle d'États membres existants puisse néanmoins se voir refuser l'adhésion.

Dans son Rapport de convergence 2002⁶⁹ concernant la Suède, la Commission a semblé reconnaître ce problème potentiel. Le taux d'inflation de la Suède a été évalué, aux fins du rapport, par rapport à celui des trois États membres de l'UE les plus performants, dont l'un (le Royaume-Uni) ne faisait pas partie de la zone euro. Le taux de référence était alors de 3,3 %. Cependant, le rapport a également ajouté une évaluation par rapport aux trois pays de la zone euro les plus performants, ce qui a donné un taux de référence de 3,6 %.

Étant donné la faible différence et le fait que la Suède satisfaisait au critère sur la base de ces deux taux, la Commission a réalisé l'évaluation officielle en se fondant sur la définition du Traité. Ce cas soulève toutefois la question suivante: quelle aurait été la situation si le taux d'inflation de la Suède avait été de 3,5 %?

En réalité, le Rapport sur l'état de la convergence 2000 avait déjà fait remarquer que

"il est possible d'envisager des situations dans lesquelles la moyenne des trois États membres les plus performants ne constituerait pas un repère économiquement valable."

En outre, un problème pourrait apparaître en rapport avec la méthode de calcul du taux de référence. Ce calcul se base sur les taux d'inflation moyens sur 12 mois des trois pays en question et donne une moyenne arithmétique non pondérée. Il est donc possible qu'une évaluation soit faussée parce que le taux de référence est partiellement, ou même totalement, basé sur de petits pays présentant une faible inflation. En effet, dans l'évaluation de la Suède, l'un des trois États membres les plus performants était le Luxembourg.

⁶⁷ Pour une analyse de cette question, consulter "Les écarts d'inflation dans une union monétaire", dans le Bulletin mensuel d'octobre 1999 de la Banque centrale européenne.

⁶⁸ COM(2000) 277.

⁶⁹ COM(2002) 243.

Le critère du taux d'intérêt

Les niveaux des taux d'intérêt à long terme révéleraient la *durabilité de la convergence*. Le niveau cible est défini dans le protocole comme *un taux d'intérêt nominal moyen à long terme* qui n'excède pas de plus de 2 % celui des trois pays présentant les meilleurs résultats en matière d'inflation; ce taux d'intérêt se calcule sur la base d'*obligations d'État à long terme ou de titres comparables, compte tenu des différences dans les définitions nationales*. La norme choisie dans la pratique a été le rendement des bonds d'État de référence à 10 ans.

Outre les mêmes complexités que dans le cas du critère de l'inflation, la nécessité d'évaluer le taux d'intérêt à long terme sur la base d'actifs comparables peut entraîner des difficultés pour certains pays. Des marchés liquides des obligations, présentant plusieurs maturités, n'ont jamais existé et n'existent toujours pas. C'est la raison pour laquelle les estimations existantes concernant la conformité au critère du taux d'intérêt par les pays adhérents ont dû se baser sur des approximations de rendement d'obligations à dix ans.

Le critère du taux de change

À cet égard, la convergence durable est évaluée en se référant au

"respect pendant au moins deux ans des marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de taux de change du Système monétaire européen, sans dévaluation par rapport à la monnaie de tout autre État membre."

Le protocole clarifie ce critère en précisant que les États membres du MTC ne doivent pas

"connaître de tensions graves pendant au moins les deux dernières années précédant l'examen" et avoir "de [leur] propre initiative dévalué [...] [leur] monnaie [...] pendant la même période".

Toutefois, ce critère a déjà connu des problèmes d'interprétation. Au moment des premières évaluations de 1998, la Commission a trouvé nécessaire d'interpréter tant l'expression "*marges normales de fluctuation*" que la période de deux ans.

Comme les marges du MTC ont été élargies en 1993 à +/- 15 % de part et d'autre des parités centrales, elles n'ont pas été considérées comme un critère satisfaisant de la stabilité monétaire. Au lieu de cela, la Commission a appliqué en 1998⁷⁰ le critère de +/- 2,25 % de part et d'autre de la monnaie *médiane*, qui

"permet des écarts supérieurs à 2,25 % par rapport aux taux de change des autres monnaies du MTC" et "semble très cohérent avec le fonctionnement effectif du MTC après l'introduction des marges de fluctuation de +/- 15 %..."

Dans le cas de l'Irlande, il s'est également avéré nécessaire d'interpréter le Traité. Pendant la majeure partie de la période d'évaluation de deux ans, la livre irlandaise avait fluctué bien au delà de la limite supérieure de 2,25 %. La Commission avait toutefois décidé de ne pas tenir compte des fluctuations *dépassant* la limite pour déterminer si le critère avait été respecté.

La période de deux ans a été définie comme s'étendant de mars 1996 à février 1998. Or, le mark finlandais n'avait fait son entrée dans le mécanisme que le 14 octobre 1996 et la lire italienne le 25 novembre 1996. Ces deux monnaies ont pourtant été évaluées *"comme si elles avaient participé au MTC avec leur taux central du moment pendant la période totale de deux ans"*.

⁷⁰ Voir les pages 151 à 154 de "Euro 1999: Rapport sur l'état de la convergence et recommandation en vue du passage à la troisième phase de l'Union économique et monétaire; Partie 2: Rapport", Commission européenne, 25 mars 1998.

Dans le cas des nouveaux États membres, il convient tout d'abord de savoir si la période de référence peut seulement débiter après l'adhésion à l'UE, auquel cas l'adhésion à l'UEM ne serait possible que deux ans plus tard, ou si une stabilité du taux de change pendant les deux années qui précèdent l'adhésion officielle à l'UE serait suffisante.

Par rapport à cette question, il est également nécessaire de savoir si les systèmes de taux de change imposant une discipline *plus* stricte que le MTC II, comme les caisses d'émission opérées par la Bulgarie, l'Estonie et la Lituanie, rendraient redondante la nécessité de l'adhésion au mécanisme. L'argument opposé est que de tels systèmes pourraient en réalité s'avérer *trop* rigides et qu'une période au sein du MTC II apporterait la flexibilité nécessaire aux ajustements macroéconomiques (voir plus loin).

Il est néanmoins possible que certains de ces problèmes liés au critère du taux de change aient été résolus avant l'élargissement, à la suite de décisions concernant la Suède et le Royaume-Uni.

Jusqu'ici, les gouvernements britannique et suédois ont estimé tous deux que l'adhésion officielle au MTC II n'était pas nécessaire. Le MTC auquel les textes du Traité font référence a cessé d'exister le 1^{er} janvier 1999 et le président de la Banque centrale européenne, Wim Duisenberg, a lui-même fait observer que le Traité ne faisait aucune mention du MTC II ⁷¹.

En effet, le MTC II est différent du MTC I à plusieurs égards, notamment parce qu'il se base sur des engagements bilatéraux concernant les taux de change par rapport à l'euro, plutôt que sur le système de "grille" du MTC I. Le Rapport de convergence 2002 de la Commission présente donc une "approche fondée sur l'euro" en vue de l'évaluation du critère de taux de change.

Tout en faisant remarquer que l'adhésion au mécanisme est compatible avec une appréciation ou dépréciation de 30 % par rapport à l'euro, le rapport ajoute que

"La stabilité d'une monnaie peut ainsi être évaluée dans le cadre d'une marge de fluctuation de $\pm 2,25$ % de part et d'autre de son cours pivot en euros. La continuité entre les méthodes utilisées lors des précédents examens (lorsque le premier MTC était encore en place) et la méthode actuelle est renforcée par le fait qu'au dernier jour de la deuxième phase de l'UEM la parité de la monnaie médiane dans le premier MTC a été irrévocablement fixée par rapport à l'euro à compter du premier jour de la troisième phase. Cette "approche fondée sur l'euro" impliquerait aussi que l'on puisse tolérer une appréciation/dépréciation de 4,5%; là encore, le non-respect de la marge ne serait pas nécessairement révélateur de graves tensions, mais serait évalué selon les mêmes critères que lors des précédents examens."

Il faut reconnaître que cette description est quelque peu obscure. Néanmoins, elle est complétée par un résumé des "conditions à respecter pour le critère de taux de change".

- *La participation au MCE II au moment de l'évaluation est obligatoire*
- *La monnaie est censée avoir fait partie du MCE II pendant deux ans au moins, bien qu'il puisse aussi être tenu compte de la stabilité du taux de change avant l'entrée dans le MCE II.*
- *Le cours pivot au sein du MCE II n'a subi aucun réalignement à la baisse durant les deux années sur lesquelles porte l'examen.*
- *Le taux de change doit avoir été maintenu à l'intérieur d'une marge de fluctuation de $\pm 2,25$ % de part et d'autre du taux pivot de la monnaie par rapport à l'euro dans le cadre du MCE II. Néanmoins, un certain nombre de considérations sont à prendre en compte pour déterminer dans quelle mesure le non-respect de la marge de fluctuation de $\pm 2,25$ % correspond à de graves tensions. Une distinction doit être faite entre les fluctuations dépassant la limite supérieure de 2,25 % et celles se situant en deçà de la limite inférieure."*

Il semblerait donc qu'un État membre pourrait rejoindre la zone euro après, peut-être, seulement quelques semaines d'adhésion au MTC II, c'est-à-dire après la période située entre l'évaluation réalisée par la Commission et la décision officielle d'adhésion prise par le Conseil. Si l'adhésion "prévue" au MTC II était choisie, l'évaluation réalisée serait toutefois semblable à celle appliquée aux membres existants de la zone euro.

Les critères du déficit et de la dette publics

Le Traité exige également *une situation des finances publiques qui n'accuse pas un déficit excessif*, évalué par rapport aux valeurs de référence de 3 % et 60 %.

La nécessité de se conformer au Pacte de stabilité et de croissance après avoir rejoint la zone euro, notamment en respectant l'obligation de budgets équilibrés pendant tout le cycle économique, est toutefois probablement aussi importante que les critères de convergences eux-mêmes. Il est probable que la capacité d'adhérer au Pacte nécessitera des réformes des politiques budgétaires en vue de l'adhésion, qui seront encore plus strictes que les politiques requises pour satisfaire au critère de 3 %.

Indépendance de la banque centrale

En plus des quatre critères de la *convergence durable*, il existe un cinquième critère pour l'adhésion à la zone euro: les banques centrales des États membres participants doivent être totalement indépendantes (article 108) et doivent poursuivre l'objectif principal de la stabilité des prix (article 105). L'article 108 du Traité (ex-article 107) définit l'indépendance, en exigeant que

"ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions."

Choix

Si les pays qui à l'origine restent en dehors de l'union monétaire pour des raisons politiques décident bientôt d'y participer, cela incitera fortement tous les nouveaux États membres à faire de même. Si, au contraire, certains pays, comme le Danemark et le Royaume-Uni, restent en dehors de la zone euro pendant une longue période, certains nouveaux États membres pourraient choisir de ne pas y participer non plus. Cela créerait toutefois une division à long terme de l'UE entre les participants et les non-participants à la zone euro, ce qui pourrait entraîner de fâcheuses conséquences pour d'autres politiques, comme celle du marché unique.

C'est précisément pour cette raison qu'il sera avantageux de garantir que l'adhésion à la zone euro suive le plus vite possible l'adhésion à l'UE. Cependant, la manière de parvenir à un tel résultat comporte des obstacles.

Convergence

Un séminaire de haut niveau, qui s'est tenu à Helsinki en novembre 1999 et qui a été organisé par la BCE et la banque centrale finlandaise, a conclu que les pays candidats devraient, aussi bien avant qu'après leur adhésion à l'UE, poursuivre en parallèle les objectifs de la convergence nominale et réelle avec les États membres existants.

- La **convergence nominale** nécessiterait la réduction des taux d'inflation et la conduite de politiques budgétaires prudentes, ainsi que le maintien de taux de change stables par rapport à l'euro.
- La **convergence réelle** signifierait une forte croissance économique afin de combler l'immense fossé présent entre les niveaux de vie.

Malheureusement, les politiques nécessaires pour atteindre ces deux objectifs ne sont pas nécessairement compatibles.

Par exemple, comme l'a fait remarquer le professeur Charles Wyplosz dans un document adressé au Parlement européen⁷², le rattrapage en termes réels requiert d'importants gains de productivité, lesquels provoqueront l'effet Balassa-Samuelson, c'est-à-dire l'augmentation des prix des biens non échangés, donnant lieu à l'inflation. Pourtant, des tentatives de contrôle de l'inflation par le biais de politiques budgétaires strictes, ou par la fixation des taux de change, pourraient nuire au processus de convergence réelle.

Dans la pratique, plusieurs pays candidats ont admis qu'ils étaient peu susceptibles de satisfaire totalement aux critères de convergences de Maastricht dans les deux ans qui suivront leur adhésion à l'UE. Par exemple, de récentes prévisions du déficit budgétaire de la République tchèque estiment que celui-ci se situera entre 4,9 % et 5,4 % du PIB, soit bien au delà de la limite de 3 %. Les chiffres les plus récents concernant la Hongrie montrent une situation similaire.

Régimes des taux de change

Le séminaire d'Helsinki a conclu qu'il n'existait pas une politique unique des taux de change correcte pour les pays candidats et que, en effet, les politiques menées pour le moment variaient considérablement. Trois pays (Estonie, Lituanie et Bulgarie) ont déjà fortement lié leur monnaie à l'euro à l'aide de caisses d'émission. À l'extrême opposé, les monnaies polonaise et turque fluctuent librement. Plusieurs systèmes plus ou moins gérés se situent entre ces deux tendances (voir le tableau 10).

Les différents pays candidats vont donc probablement adopter différentes stratégies afin de parvenir à une adhésion à part entière à la zone euro. La diversité de ces stratégies sera non seulement liée aux systèmes des taux de change, mais également à l'ensemble des politiques intérieures, puisque celles-ci déterminent le choix entre la convergence nominale et la convergence réelle. En outre, il existe des interactions inévitables entre les choix de politiques intérieures et les choix de taux de change: par exemple, si la stabilisation est visée au moyen d'un objectif directement axé sur l'inflation (comme c'est le cas pour la République tchèque, la Pologne et la Hongrie) ou *via* un objectif de taux de change.

Cette situation signifie que les différents pays candidats peuvent rejoindre la zone euro à des dates différentes après leur adhésion à l'UE.

Tableau 10: Régimes des taux de change des pays candidats

Pays	Régime
Bulgarie	Caisse d'émission avec l'euro
Chypre	Lié à l'euro, avec une grande marge et une marge intérieure "souple"
Estonie	Caisse d'émission avec l'euro

⁷² "The Path to the Euro for Enlargement Countries", note explicative adressée à la commission économique et monétaire, mai 2002.

Hongrie	Parité à crémaillère
Lettonie	Lié aux droits de tirage spéciaux du FMI
Lituanie	Caisse d'émission avec l'euro (avec le dollar avant février 2002)
Malte	Lié au panier de devises pondéré par le commerce extérieur
Pologne	Fluctuations
République tchèque	Fluctuations gérées
Roumanie	Fluctuations gérées avec le dollar pour référence principale
Slovaquie	Fluctuations gérées avec l'euro pour référence principale
Slovénie	Fluctuations gérées avec l'euro pour référence principale
Turquie	Fluctuations

"Euroisation"

En même temps, il existe des possibilités d'utiliser totalement ou partiellement l'euro bien avant l'adhésion officielle à la zone euro. Dans le passé, des quantités considérables de marks allemands et de dollars américains ont circulé dans les pays de l'Europe centrale et orientale, en particulier des billets de grande valeur qui sont utilisés à la fois comme une réserve de valeur et comme un moyen de paiement en espèces à grande échelle. Bien que jusqu'à présent les billets en marks allemands n'aient pas été totalement remplacés par des billets en euros, l'utilisation de l'euro comme monnaie "parallèle" est assurée de croître puisque les hôtels, les magasins, les sociétés de transport, etc. indiquent leurs prix tant dans la monnaie nationale qu'en euros et acceptent des paiements en euros.

Des voix se sont élevées en faveur de l'adoption complète et unilatérale de l'euro par certains pays candidats, même avant leur adhésion à l'UE. Les régimes de caisses d'émission adoptés par la Bulgarie, l'Estonie et la Lituanie sont en passe de se convertir à l'euro et il convient de remarquer que l'euro est déjà utilisé comme monnaie principale dans la Fédération yougoslave, au Monténégro et au Kosovo.

Des opinions fortement défavorables à une telle mesure unilatérale ont été exprimées par la BCE, la Commission et le Conseil. Ces institutions estiment que l'adoption prématurée de l'euro priverait les pays concernés d'importants instruments d'ajustement pour la poursuite de la convergence réelle. L'on peut toutefois avancer que, dans des conditions d'instabilité financière et monétaire chronique, comme c'était le cas pour la Bulgarie avant l'adoption du régime de caisse d'émission, l'introduction de l'euro améliorerait les chances de la convergence nominale et de la convergence réelle.

Encore une fois, c'est une question de choix. En attirant des ressources pour la croissance économique, un pays supporte divers coûts: par exemple, une prime de risque d'inflation, une prime de risque de change et une prime de risque de défaillance. L'adoption prématurée de l'euro peut éliminer les deux premiers coûts, mais peut augmenter le dernier. Dans ce contexte, l'expérience de "dollarisation" de l'Argentine (à la fois sa réussite initiale et son effondrement final) permet de tirer des leçons utiles.

Tableau 11: Critères de convergence de l'UEM: situation des pays de l'Europe orientale candidats à l'adhésion (2002)

Pays	Inflation	Taux d'intérêt (obligations à 10 ans)	Équilibre budgétaire (% du PIB)	Dettes publiques (% du PIB)	Volatilité des taux de change (écart 2 dernières années)
Bulgarie	8,0	6,4	- 0,8	59,3	- 0,4
Estonie	3,0	4,4	- 1,0	5,9	-1,5
Hongrie	5,6	7,8	- 4,0	51,8	- 4,7
Lettonie	3,8	9,3	- 2,5	13,9	+ 5,0
Lituanie	3,3	6,4	- 1,5	28,4	+ 6,5
Pologne	2,8	7,7	- 6,3	47,4	- 8,1
République tchèque	2,7	4,8	- 4,1	23,1	- 4,6
Roumanie	24,8	29,7	- 3,3	32,1	- 42,3
Slovaquie	3,9	7,4	- 0,4	40,0	- 3,9
Slovénie	7,4	11,1	- 2,8	28,5	- 7,0
Valeur de référence	3,2	7,1	- 3,0	60,0	+/- 15 %*

* Marge actuelle du MTC II. Il est toutefois probable que l'évaluation soit réalisée en fonction de critères plus stricts (voir le texte).

Source: Deutsche Bank Research, *EU Enlargement Monitor* n° 8, 17 juillet 2002

VI. L'impact extérieur de l'euro

*"L'argent parle raison dans un langage que comprennent toutes les nations."
(Aphra Behn, 1681)*

Parmi les zones monétaires uniques, la zone euro est à présent la deuxième plus grande économie du monde, comptant pour environ 16 % du PIB mondial, après les États-Unis qui en représentent 21 %. L'euro même est aussi la deuxième monnaie mondiale, après le dollar, pour ce qui est de son utilisation comme unité de compte, de paiement, de finance, d'investissement, etc.

Néanmoins, l'euro est encore loin de répondre aux espoirs de ceux qui l'ont vu rivaliser avec le dollar, ou même le remplacer, comme monnaie internationale (voir l'encadré 5).

Encadré 5: Les fonctions d'une monnaie internationale

Une monnaie nationale peut être utilisée en dehors du pays même dans plusieurs buts, tant dans le secteur privé que dans le secteur public. Ces buts correspondent aux trois fonctions classiques d'une monnaie (unité de compte, moyen d'échange et réserve de valeur), que Paul Krugman a présentées dans *The International Role of the Dollar: Theory and Prospects* en 1991.

	Secteur privé	Secteur public
Unité de compte	Fixation des prix Facturation	Monnaie de référence pour la fixation des taux de change, etc.
Moyen d'échange	Païement Véhicule (c'est-à-dire intermédiaire dans les transactions entre deux autres monnaies)	Intervention par les banques centrales
Réserve de valeur	Financements et investissements Allocation des portefeuilles	Réserves officielles

L'euro produit donc potentiellement un impact sur le reste du monde de plusieurs manières:

- impact des changements économiques dans la zone elle-même; par exemple, création d'échanges ou effets de réorientation des échanges,
- utilisation de l'euro comme unité de compte pour la facturation, la fixation des prix des marchandises, etc.,
- utilisation de l'euro comme monnaie véhiculaire sur les marchés des changes,
- utilisation de l'euro comme monnaie d'investissement dans les portefeuilles privés,
- utilisation de l'euro comme taux de change d'ancrage par des pays tiers,
- utilisation de l'euro comme monnaie d'intervention et de réserve par les banques centrales,
- utilisation d'espèces en euros en dehors de la zone euro elle-même.

Effets de retombées de la performance économique dans l'UE

La création de l'UEM a entraîné des gains microéconomiques de rendement, en raison de l'élimination de l'incertitude liée aux taux de change et des coûts des transactions à l'intérieur de

l'Union, ainsi que des effets macroéconomiques de stabilité, grâce à la suppression des taux de change à l'intérieur de l'UE et à une plus grande discipline dans les politiques monétaires et budgétaires.

Les échanges entre les pays membres de la zone euro se sont également accrus de 3,3% depuis que l'euro a été introduit.

L'impact positif de ces évolutions sur la croissance du PIB a toutefois été contrebalancé en 2001 par d'autres évolutions économiques à l'intérieur et à l'extérieur de l'UE, principalement en raison de la faiblesse des investissements nationaux et de la demande de consommation et du ralentissement de l'économie aux États-Unis.

Tableau 12: Variation annuelle en pourcentage du PIB de la zone euro, à prix constants

1997	1998	1999	2000	2001
2,3	2,9	2,6	3,3	1,5

Source: Banque centrale européenne, Bulletin mensuel, avril 2002

Ces facteurs ont eu pour résultat que la demande d'importations dans la zone euro à partir de pays ne faisant pas partie de l'UE a également baissé.

Tableau 13: Variation annuelle en pourcentage des importations dans la zone euro

1997	1998	1999	2000	2001
9,0	9,9	7,3	10,8	1,8

Source: Banque centrale européenne, Bulletin mensuel, avril 2002

Il convient de souligner que ces résultats n'ont pas été provoqués par l'introduction de l'euro, mais sont apparus malgré cette introduction, qui les a probablement aggravés. Cependant, la conférence des Nations unies sur le commerce et le développement déclare dans son rapport annuel sur le commerce et le développement du 29 avril 2002 que le Pacte de stabilité et de croissance de la zone euro a encouragé la poursuite d'objectifs de déficit, en accordant trop peu d'attention aux situations cycliques de la région, et que la politique monétaire n'a pas réagi d'une manière agressive. Le rapport avance que, bien que la faiblesse de l'euro ait permis de conserver la demande extérieure, la politique économique de la zone euro a été restrictive d'un point de vue général ⁷³.

L'utilisation de l'euro comme monnaie de facturation

En 1998, presque tous les échanges internationaux qui n'ont pas été facturés soit dans la monnaie de l'exportateur soit dans celle de l'importateur l'ont été en dollars américains. Tant les exportateurs que les importateurs ont une préférence pour une monnaie qui présente un degré élevé d'acceptation internationale et dont les marchés des changes et financiers sont profonds, larges et liquides. Néanmoins, la Commission prévoyait à l'époque ⁷⁴ que l'introduction de l'euro occasionnerait une rupture fondamentale dans les pratiques de facturation dans les relations commerciales internationales. Les pays qui avaient une part relativement faible d'échanges extérieurs facturés dans leur monnaie passeraient à la facturation en euros dès le début de la période de transition.

⁷³ Rapport sur le commerce et le développement, 2002 », Communiqué de presse TAD/INF/2850 de l'UNCTAD.

⁷⁴ "Les implications de l'introduction de l'euro pour les pays tiers", Cahier euro n° 26, juillet 1998, Commission européenne, Direction générale II – Affaires économiques et financières, p. 8-11.

Toutefois, dans un rapport publié en mars 2001⁷⁵, la Commission a déclaré que, bien que l'on dispose de peu de données sur la facturation, il semblait que le dollar était resté très largement la monnaie dominante et qu'il n'y avait guère de signes tangibles d'un mouvement vers la facturation en euros. La part de l'euro a été estimée à environ 10-15 %, alors que la part du dollar américain était de 40 %. Cela était comparable à la part du mark allemand avant l'UEM. Un autre document publié l'année suivante⁷⁶ a révélé que le dollar restait également la monnaie de cotation principale des produits de base.

L'utilisation de l'euro comme monnaie véhiculaire sur les marchés des changes

L'utilisation d'une monnaie comme monnaie véhiculaire est déterminée par les coûts des transactions sur les marchés bilatéraux pour une monnaie particulière.

Tableau 14: Libellé des opérations de change
(en % du chiffre d'affaires)

	1989	1992	1995	2001
USD	90	82	83	90
Euro				38
DEM	27	40	37	
GBP	15	14	10	13
FRF	2	4	8	
Autres monnaies du SME	3	9	13	
JPY	27	23	24	22
Autres	36	28	25	37
Total*	200	200	200	200

Source: BRI, "Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity", avril 1990, 1993, 1996, 2001

* Étant donné que deux monnaies sont impliquées dans chaque transaction, le total des parts de transactions dans les monnaies individuelles vaut 200 %

Une volatilité inattendue fait augmenter le risque d'inventaire des avoirs en devises et donc les coûts des transactions. En raison d'économies d'échelle dans la tenue de marchés, les coûts des transactions baissent en même que le volume des transactions. Par conséquent, l'inertie est très importante sur les marchés des changes et le dollar américain est donc resté la monnaie véhiculaire dominante dans le monde depuis qu'il a hérité de ce rôle dans les années 1960⁷⁷. La position de l'euro sur les marchés des changes était comparable en 2001 à celle que le mark allemand occupait au milieu des années 1990.

L'utilisation de l'euro comme monnaie d'investissement dans les portefeuilles privés

Alors que le marché monétaire en euros est très liquide depuis ses débuts, les marchés des actions restent relativement restreints. En 1996, la capitalisation combinée des marchés

⁷⁵ "UEM: Bilan des deux premières années", Cahier euro n° 42, mars 2001, Commission européenne, Direction générale II – Affaires économiques et financières, p. 22.

⁷⁶ "La zone euro dans l'économie mondiale – Bilan des trois premières années", Communication de la Commission, COM(2002) 332, p. 38.

⁷⁷ "Les implications de l'introduction de l'euro pour les pays tiers", Cahier euro n° 26, juillet 1998, Commission européenne, Direction générale II – Affaires économiques et financières, p. 12-13.

nationaux des actions des 15 États membres de l'UE se chiffrait à environ 3,5 billions de dollars américains, tandis que les marchés de New York et du NASDAQ étaient bien plus importants puisque leur capitalisation s'élevait à 6,5 billions de dollars américains⁷⁸.

Bien que la profonde intégration des marchés des actions de la zone euro soit encore assez loin, étant donné les importantes différences dans la taxation des entreprises et dans les normes comptables, l'élimination du risque de change aurait dû rendre les occasions d'investissement dans l'ensemble de la zone euro plus attrayantes. Cependant, la zone euro a connu jusqu'à présent une sortie nette tant des investissements directs que des investissements en portefeuilles, pour la plupart vers les États-Unis. Une partie de la sortie brute des investissements en portefeuilles peut toutefois être attribuée aux dépenses liées aux concentrations et aux acquisitions entreprises par des sociétés européennes, dans le but de se développer dans le monde entier.

Tableau 15: Investissements directs (en milliards d'euros)

	1998	1999	2000	2001
Vers une zone extérieure	172,8	315,6	382,4	217,1
Dans la zone euro	91,5	197,5	400	123,2
Équilibre	-81,3	-118,1	17,6	-93,9

Source: Banque centrale européenne, Bulletin mensuel, avril 2002

Tableau 16: Investissements en portefeuilles (en milliards d'euros)

	1998	1999	2000	2001
Vers une zone extérieure	363,3	311,4	412,8	247,4
Dans la zone euro	253,3	265,7	301,2	288,3
Équilibre	-110	-45,7	-111,6	40,9

Source: Banque centrale européenne, Bulletin mensuel, avril 2002

La situation sur les marchés des obligations est toutefois différente. Bien qu'il existe toujours des écarts de rendement entre des obligations d'État de même maturité émises par différents États membres, étant donné que les risques de crédit, la liquidité, la taxation et la pratique de règlement continuent de diverger, l'introduction de l'euro a mené à la création d'un nouveau marché des obligations, vaste et liquide, qui a également attiré des entreprises emprunteuses.

La proportion mondiale d'émissions d'obligations libellées en euros est passée de 33 % en 1998 à 44 % en 2001. L'augmentation relativement élevée du volume d'obligations en euros qui s'est produite en 1999 a été causée par l'avidité de grands émetteurs de les établir dans la nouvelle monnaie, ainsi que par des taux d'intérêt historiquement bas qui ont renforcé l'attrait de l'emprunt en euros, y compris pour des entreprises étrangères⁷⁹. Par contre, la baisse de la part de l'euro en 2000 peut être attribuée à une réduction de l'émission de la dette publique dans la zone euro découlant de la diminution des déficits budgétaires dans la zone qui n'avait pas été totalement compensée à ce moment-là par l'augmentation des émissions dans d'autres secteurs⁸⁰. Par conséquent, la proportion des titres libellés en euros dans le stock en circulation des titres de créance internationaux est passée de 28,8 % fin 1999 à 31,7 % fin 2001, tandis que les titres

⁷⁸ Ibid., p. 14.

⁷⁹ "UEM: Bilan des deux premières années", Cahier euro n° 42, mars 2001, Commission européenne, Direction générale II – Affaires économiques et financières, p. 22.

⁸⁰ Ibid., p. 26.

libellés en dollars ont continué de représenter près de la moitié du stock des titres de créance internationaux en circulation ⁸¹.

Tableau 17: Émission nette de titres de créance internationaux libellés en euros

Part en pourcentage de l'émission nette totale dans les monnaies

1997	1998	1999	2000	2001
24*	33 ²	46	38	44

Source: *Monetary and Exchange Rate Policies of the Euro Area - Selected Issues, IMF Country Report, N° 01/201, novembre 2001, p. 50.*

*Part combinée des monnaies participant à l'euro

L'utilisation de l'euro comme taux de change d'ancrage et comme monnaie d'intervention

Le choix d'une monnaie particulière comme taux de change d'ancrage dépend de l'importance des relations commerciales utilisant la monnaie d'ancrage, de l'importance des flux financiers avec ce pays et de la stabilité de la monnaie d'ancrage.

Le pourcentage de pays membres du FMI qui ont fixé leur taux de change d'une manière ou d'une autre a chuté pour passer de 86,8 % en 1975 à 44,2 % en 1996, en raison de la tendance à adopter des régimes de taux de change plus flexibles. Le dollar américain est resté le choix principal dans cette tendance à la baisse et était suivi du franc français ⁸².

D'après la Banque centrale européenne, plus de 50 pays hors zone euro ont actuellement un régime de change impliquant un ancrage externe dans lequel l'euro joue un rôle ⁸³. La plupart de ces pays se trouvent en Europe et en Afrique. Néanmoins, depuis la création de l'UEM, il n'y a eu qu'une faible orientation vers la fixation à l'euro, exclusivement en raison des changements réalisés par les pays candidats (voir le chapitre précédent). Il n'y a eu aucune tendance à inclure l'euro dans les paniers auxquels plusieurs monnaies d'Asie et d'Amérique latine sont liées, le dollar étant resté l'ancrage dominant dans ces deux régions ⁸⁴.

Le dollar jouit aussi d'une position dominante en tant que monnaie d'intervention. L'euro est cependant utilisé comme monnaie d'intervention par plusieurs pays tiers à l'échelon régional ⁸⁵.

L'euro comme monnaie de réserve

Les banques centrales détiennent des réserves pour les transactions et pour des motifs de précaution. Les réserves permettent aux pays de satisfaire aux obligations externes provenant des échanges et d'autres flux de comptes courants, tout en servant de protection contre les sorties inattendues de capitaux.

L'introduction de l'euro n'a pas encore entraîné d'importante réattribution des réserves étrangères officielles. Fin 2000, la part de l'euro était similaire à celle du mark allemand en 1998. La proportion extrêmement élevée de dollars américains est due au fait que les pays asiatiques qui détiennent de grandes réserves se tournent le plus souvent vers l'économie

⁸¹ "La place de l'euro sur les marchés obligataires internationaux en 2001", *Bulletin de la Banque de France*, n° 101, mai 2002, p. 39.

⁸² "Les implications de l'introduction de l'euro pour les pays tiers", Cahier euro n° 26, juillet 1998, Commission européenne, Direction générale II – Affaires économiques et financières, p. 19-20.

⁸³ Banque centrale européenne, Rapport annuel 2001, p. 107.

⁸⁴ Thygesen, N., "The Path to the Euro for Enlargement Countries", document explicatif adressé à la commission économique et monétaire du Parlement européen, mai 2002, p. 2.

⁸⁵ "La zone euro dans l'économie mondiale – Bilan des trois premières années", Communication de la Commission, COM(2002) 332, p. 39.

américaine et donc également vers le taux de change du dollar. En outre, la position dominante du dollar américain provient de sa forte liquidité sur les marchés des changes en raison de son rôle comme monnaie véhiculaire qui fait de lui la monnaie la plus appropriée à l'intervention officielle.

La dépréciation de l'euro par rapport au dollar américain en 1999 et en 2000 pourrait également avoir découragé en partie les réattributions potentielles des réserves officielles de pays tiers en faveur de l'euro. Actuellement, des éléments indiquent que le renversement récent de cette tendance incite certains pays à augmenter la proportion d'euros.

Tableau 18: Proportion des monnaies dans les avoirs en devises étrangères (fin d'année)

	1997	1998	1999	2000
Dollar américain	62,4	65,9	68,4	68,2
Yen japonais	5,2	5,4	5,5	5,3
Livre sterling	3,7	3,9	4,0	3,9
Franc suisse	0,7	0,7	0,7	0,7
Euro			12,5	12,7
Mark allemand	12,9	12,2		
Franc français	1,4	1,4		
ECU	5,0	0,8		
Monnaies non précisées	8,4	9,3	8,9	9,2

Source: Fonds monétaire international, Rapport annuel 2001

Utilisation de l'euro en espèces à l'étranger

Le volume en circulation de la monnaie de la zone euro a baissé d'environ 20 %, en passant d'un montant de 350 milliards d'euros en anciennes monnaies nationales en mars 2001 à 280 milliards d'euros en mars 2002. Par contre, les dollars américains en circulation ont augmenté dans pratiquement la même proportion pendant la même période (60 milliards de dollars).

La chute des espèces en euros (par rapport aux anciennes monnaies nationales) peut être en partie attribuée au remplacement des billets en marks allemands par des billets en dollars en dehors de l'Allemagne. Cependant, d'après la plupart des estimations, le volume des anciennes espèces en marks allemands détenues à l'étranger s'élevait à moins de 20 milliards d'euros. Il est donc évident que, jusqu'à présent, les billets en euros ne remplacent pas les billets en dollars en dehors de la zone euro et des États-Unis; c'est plutôt le contraire qui se produit ⁸⁶.

Cela pourrait toutefois changer lorsque les billets en euros deviendront plus familiers, en particulier dans les pays candidats et dans d'autres pays de l'Europe de l'Est. Comme nous l'avons déjà fait remarquer (voir le chapitre II), des quantités considérables de billets en ancienne monnaie sont toujours en circulation et n'ont pas encore été échangés contre des euros.

⁸⁶ Gros, D., "I. The euro and Enlargement" et "II. The failure of the EU to become an actor on the global financial scene", document explicatif adressé à la commission économique et monétaire du Parlement européen, mai 2002.

VII. Conclusions

Pendant la majeure partie de la période séparant l'adoption en 1992 du traité de Maastricht de la création de l'euro au début de 1999, nombreux étaient ceux qui pensaient que l'union monétaire se révélerait impossible. Selon eux, les divergences des économies nationales, l'absence d'un grand budget central et le manque de mobilité du travail empêchaient l'UE de devenir une "zone monétaire optimale". Même après la décision prise en mai 1998 de poursuivre dans la voie de l'union monétaire, des voix se sont élevées pour avancer que les critères de convergence avaient été "truqués" et mettre en garde contre l'effondrement prochain de la zone euro.

En l'occurrence, de nombreuses prédictions tant des optimistes que des pessimistes ne se sont pas réalisées. La transition vers l'union monétaire s'est déroulée sans perturber le moins du monde les marchés financiers et les marchés des changes. De même, l'activité économique n'a pas été "pompée" de la périphérie "pauvre" vers le noyau "riche", comme d'aucuns l'avaient craint, bien au contraire. Loin d'être un tour de passe-passe opéré de main de maître afin de satisfaire aux critères de convergence de Maastricht, la consolidation budgétaire s'est poursuivie pour la plupart des pays et a permis aux déficits budgétaires globaux de ne plus représenter que 0,8 % du PIB en l'an 2000 (mais ils passent à 1,3 % pour la zone euro élargie en 2001).

Mais en même temps, la prédiction selon laquelle l'euro serait bientôt capable de "regarder le dollar en face" a été déçue. Les flux de capitaux nets ont suivi la direction Europe-États-Unis et l'euro est passé de 1,17 dollar à sa naissance à moins de 0,85 dollar, avant de retrouver la parité en juillet 2002.

Certaines critiques sont également apparues à propos de la façon dont le SEBC et la BCE mènent leur politique monétaire. La base à "piliers jumeaux" de la stratégie suivie par la BCE pour assurer la stabilité des prix – une valeur de référence pour la croissance du M3 et une "large gamme d'autres indicateurs économiques et financiers" – semble opaque comparativement, par exemple, à un simple objectif d'inflation. La BCE a été critiquée pour ne pas avoir annoncé clairement ses intentions aux marchés. Le niveau du M3 a régulièrement dépassé sa référence de valeur de 4,5 % et l'inflation est récemment passée au-dessus du seuil de 2 % fixé par la BCE pour définir la stabilité des prix. De nombreux observateurs estiment que la banque européenne est trop prudente en opérant des modifications de taux d'intérêt à court terme.

Toutefois, globalement parlant, la réussite de l'UEM n'est guère douteuse. Les anticipations inflationnistes, telles que mesurées par les taux d'intérêt à long terme, se situent à un niveau historiquement bas. Le remplacement des onze monnaies nationales de la zone euro par les billets et pièces en euros début 2002 a occasionné bien moins de problèmes que prévu.

L'attention se porte à présent sur une série d'autres questions:

- Des interrogations subsistent à propos de la dimension "économique" de l'Union économique et monétaire. Les procédures relatives aux "programmes de stabilité et de convergence" et aux "grandes orientations des politiques économiques" et le rôle de l'Eurogroupe des ministres des Finances sont encore en cours de développement et doivent être coordonnés avec d'autres politiques.
- Comme on l'avait prévu, la zone euro n'a pas été épargnée par la récession économique des États-Unis. Dans certaines économies, la croissance reste faible et le chômage élevé, notamment en Allemagne, qui est la plus grande économie. Cela a considérablement perturbé le processus de consolidation budgétaire requis par le Pacte de stabilité et de croissance, ce qui implique d'urgence la nécessité d'une "réinterprétation" du Pacte.
- Le Danemark, le Royaume-Uni et la Suède ne font toujours pas partie de la zone euro, mais appartiennent à l'UE ainsi qu'au Système européen de banques centrales. Des

incertitudes demeurent à propos de leur éventuelle adoption de l'euro. L'opinion publique danoise et suédoise (mais pas britannique) est actuellement favorable et des référendums sur cette question pourraient avoir lieu en 2003 dans ces pays.

- Onze pays d'Europe centrale et orientale ainsi que Chypre, Malte et la Turquie sont candidats à l'adhésion à part entière à l'UE et des négociations officielles sont déjà bien avancées avec dix de ces pays. Quand ils seront membres de l'UE, celle-ci attendra d'eux qu'ils adoptent l'euro à leur tour dès qu'ils satisferont aux critères de convergence. La zone euro est donc appelée tôt ou tard à s'étendre considérablement, une extension qui ne manquera pas d'entraîner certaines conséquences économiques et institutionnelles.
- Les débats se poursuivent au sujet du système monétaire international. Bien qu'aucune mesure concrète n'ait été prise pour remplacer l'actuel système de taux flottants, des propositions ont été lancées pour établir un système plus structuré. Le Professeur Mundell a suggéré de lier le dollar et l'euro avec une parité de 1:1 en fixant une marge de fluctuation de 2 cents dans les deux sens⁸⁷. Une telle mesure constituerait assurément un pas de géant vers la création d'une monnaie mondiale.

⁸⁷ "Does the \$/€rate need to be managed?", document remis à Luxembourg, 8 mars 2000.

Addendum sur les monnaies nationales remplacées

Après le florin néerlandais (27 janvier), la livre irlandaise (9 février) et le franc français (17 février), l'Europe a fait ses adieux le jeudi 28 février aux neuf autres monnaies des pays qui composent aujourd'hui la zone euro.

Le mark allemand

Le mark allemand a été créé le 20 juin 1948 en Allemagne de l'Ouest afin de remplacer, en théorie, le reichsmark. Ce dernier avait été introduit pour succéder à l'ancien mark seulement deux décennies plus tôt, à la suite de l'hyperinflation de 1923.

Le 1^{er} juillet 1990, après la chute du mur de Berlin, le mark allemand a été introduit en Allemagne de l'Est. Cette unification monétaire a précédé de quelques mois la réunification de l'Allemagne, qui a eu lieu le 3 octobre de cette même année.

Symbole du miracle économique allemand après la guerre, le mark allemand a perdu son cours légal le 31 décembre 2001 à minuit. **Le franc français**

Historiquement, le premier franc est apparu en 1360, dans le but de payer la rançon permettant de libérer le roi Jean II ("le Bon"). Après un séjour dans les prisons anglaises, ce dernier a ensuite pu rejoindre son propre territoire, "franc", c'est-à-dire libre.

Après avoir cédé sa place à l'*écu*, puis à u *teston*, le franc a fait sa réapparition à la Révolution, puis sous l'Empire. Il est devenu la monnaie officielle en 1803. Son nom s'est exporté dans plusieurs pays européens: en Belgique, en Suisse, au Luxembourg, ainsi que dans les colonies françaises en Afrique.

Le franc belge

Le franc a été déclaré monnaie officielle de la Belgique par le roi Léopold I^{er}, le 5 juin 1832. En tant que jeune État, indépendant des Pays-Bas voisins, la Belgique a choisi de calquer son système monétaire sur celui des Français.

En 1944, le franc belge a été brièvement lié à la livre sterling, puis, en 1946, au dollar.

Le franc luxembourgeois

Le franc est devenu la monnaie du Grand-Duché en 1848. En 1921, la Belgique et le Luxembourg ont formé une union monétaire.

Le florin néerlandais Le premier florin a été frappé à Florence en 1252. De nombreux pays européens l'ont ensuite utilisé comme monnaie pendant plus de deux siècles. Aux Pays-Bas, il est devenu la monnaie officielle en 1521 sous Charles V, durant l'âge d'or de la Flandre.

La lire italienne

La lire est devenue la monnaie officielle de l'Italie le 24 août 1862. Cependant, c'est Napoléon qui a fait frapper la première lire, en 1808 à Milan. Elle a d'abord circulé dans le nord du pays, avant de s'étendre au reste de la péninsule. Le terme "lire" vient du latin "libra", une unité de poids adoptée par les Romains en 269 avant J.-C.

La peseta espagnole

La peseta est devenue la monnaie officielle de l'Espagne le 18 octobre 1868. Jusqu'à ce moment-là, la monnaie portant le nom de peseta a coexisté en Espagne avec le *duro*, le *peso*, l'*escudo* et le *real*. Les premières pesetas ont été frappées à Barcelone en 1808 par les troupes françaises qui occupaient la ville.

L'escudo portugais

L'escudo est devenu l'unité monétaire officielle du Portugal le 11 mai 1911, en remplacement du *real*, à la suite de la révolution de 1910 qui a permis d'instaurer la République. L'escudo avait fait sa première apparition au XV^e siècle, sous le règne d'Alphonse V, sous la forme d'une pièce d'or.

La livre irlandaise

La livre irlandaise, également appelée *punt* en anglais, est devenue la monnaie officielle de l'Irlande le 20 août 1927, six ans après la création de l'État libre d'Irlande. Elle restée liée à la livre sterling du Royaume-Uni jusqu'en 1979, lorsque la livre irlandaise a intégré le Système monétaire européen (SME), tandis que la livre sterling ne l'a pas rejoint.

La drachme grecque

La drachme grecque est considérée comme la plus ancienne monnaie du monde⁸⁸. Elle est apparue au VII^e siècle avant J.-C. en Asie mineure. Après une très longue éclipse, elle a été choisie comme monnaie nationale de la Grèce le 8 février 1833, au moment où le pays est devenu indépendant de l'Empire turc.

Le schilling autrichien

Le schilling a remplacé la couronne en tant que monnaie autrichienne en 1923, à la suite d'une période d'hyperinflation. Après l'*Anschluss* (annexion de l'Autriche par l'Allemagne nazie) en 1938, le schilling a circulé parallèlement au reichsmark jusqu'en 1945.

Le mark finlandais

Le tsar Nicolas II de Russie a autorisé la création du mark finlandais en 1860, presque soixante ans avant l'indépendance politique de la Finlande, en 1917. Le choix du nom était une manière de revendiquer l'appartenance de la Finlande au monde balte, plutôt qu'au monde slave.

* * *

Bibliographie

Alesina, A. et Perotti, R. (1995), "Fiscal Adjustment: Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries", *Economic Policy*, Octobre 1995.

Bank for International Settlement (BIS)

(1999), **Gerlach, S. et Schnabel, G.** "The Taylor Rule and Interest Rates in the EMU Area: a note", *BIS Document de travail* n° 73, Août 1999.

(2000), *70th Annual Report*, Bâle, 5 Juin 2000.

(2002), **Borio, C. et Lowe, P.** "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Document de travail* n° 114, Juillet 2002.

Banque de France

(2002), "La Place de l'Euro sur les Marchés Obligataires Internationaux en 2001", *Bulletin de la Banque de France* n° 101, Mai 2002.

Le Comité des Gouverneurs des Banques Centrales des États membres de la Communauté économique européenne

(1992), Annual Report pour Juillet 1990 à Décembre 1991, Avril 1992.

(1993), Annual Report pour 1992, Avril 1993.

Delors, J. (1989), *Report on economic and monetary union in the European Community*, Office des Publications officielles des Communautés européennes, Mai 1989.

Deutsche Bank Research

(1999), "External representation and exchange-rate policy of the euro area", *EMU Watch* n° 64, 14.01.1999.

(1999), "The bond market in European Monetary Union", *EMU Watch* n° 79, 25.11.1999.

(2000), *Economic and Financial Outlook*, 15 05.2000.

(2001), "The two-pillar strategy of the ECB: a first assessment", *EMU Watch* n° 92, 27.09.2001.

(2002), "United Kingdom, Sweden and Denmark on the way to EMU?", *EMU Watch* n° 95, 25.08.2002.

Dévoluy, M. (1998), *L'Europe Monétaire: du SME à la monnaie unique*, Hachette, 1998.

Economist Intelligence Unit (2002), "The Eurozone in action - changes and challenges", *Research Report*, Londres, 2000.

Eijffinger, S.C.W. (2001), *Should the ECB Governing Council Decide to Publish its Minutes of Meetings?*, Briefing (document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Décembre 2001.

(2002), *How should the European Central Bank assess asset and property prices as indicators for its monetary policy?* Briefing (Document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Octobre 2002.

Eltis, W. (1998), *Further Considerations on EMU*, Centre for Policy Studies, Juin 1998.

Communauté/Union européenne

- (1970), Report to the Council and the Commission on the realization of economic and monetary union in the Community (Plan "Werner"), *Bulletin des Communautés européennes - Supplement*, 08.10.1970.
- (1989), Report on economic and monetary union in the European Community (Rapport "Delors"), Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Office des Publications Officielles des Communautés européennes, Avril 1989.
- (1990), "One Market, One Money", *European Economy* n° 44, Octobre 1990.
- (1993), "The Economics of Community Public Finance", *European Economy* n° 5, 1993.
- (1993), "Stable Money - Sound Finances: Community public finance in the perspective of EMU", *European Economy* n° 53, 1993.
- (1995), "The Impact of Exchange-rate Movements on Trade within the Single Market", *European Economy* n° 4, 1995.
- (1996) Progress Report by the Council to the European Council in Florence: "Preparations for Stage Three of Economic and Monetary Union", *UEM* 15, 04.06.1996.
- (1996), Proposition de règlement du Conseil relatif au renforcement de la surveillance et de la coordination des situations budgétaires, COM(96)496, 16.10.1996.
- (1997), Résolution du Conseil Européen relative au pacte de stabilité et de croissance, JO C236 du 02.08.1997.
- (1998), *The Introduction of the Euro and the Rounding of Currency Amounts*, Commission, II/717/97.
- (1998), Euro 1999: report on progress towards convergence and recommendation with a view to the transition to the third stage of economic and monetary union, Commission report prepared in accordance with Article 109j(1) of the Treaty, 25.03.1998.
- (1998), "The impact of the euro on Mediterranean partner countries", *Euro Paper* 24, Commission, Juin 1998.
- (1998), "The implications of the Introduction on the Euro for non-EU countries", *Euro Paper* 26, Commission, Juillet 1998.
- (2000), Convergence Report 2000, Commission Report (COM(2000) 277) of 03.05.2000
- (2000), "Public Finances in EMU", *European Economy* 3, 2000.
- (2001), "EMU: The First Two Years", communication de la Commission, ECFIN/200/01, 29.03.2001.
- (2001), Rapport sur les préparatifs pour l'introduction des billets et pièces en euro, COM(2001)190, 03.04.2001.
- (2002), Communication de la Commission sur le bilan des opérations d'introduction de l'euro fiduciaire, COM(2002)124, 06.03.2002.
- (2002), Communication de la Commission sur les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne-Principaux problèmes et défis futurs, COM(2002)257, 28.05.2002.
- (2002), Rapport de convergence 2002-Suède, COM(2002)243, 22.05.2002.
- (2002), Communication de la Commission concernant la zone euro dans l'économie mondiale - Bilan des trois premières années, COM(2002)332, 19.06.2002

(2002), Communication de la Commission concernant la rationalisation des cycles annuels de coordination de la politique économique et de la politique de l'emploi, COM(2002)487, 03.09.2002.

Banque Centrale européenne

(1999-2002), Monthly Bulletins, Janvier 1999 à Septembre 2002.

(1999-2002), Annual Reports pour 1998, 1999, 2000 et 2001

(1999-2002), Working Papers n° 1 au n° 162.

(1999), Compendium: collection of legal instruments, Juin 1998-Mai 1999.

(2000-2002), Occasional Papers n° 1 au n°4.

(2001), *The Monetary Policy of the ECB*

(2002), *Evaluation of the 2002 Cash Changeover*, Avril 2002.

Institut monétaire européen

(1994-1997) Annual Reports pour 1994, 1995, 1996, et 1997.

(1997) *The Single Monetary Policy in Stage Three: specification of the operational framework*, Janvier 1993.

(1998) *Convergence Report: report required by Article 109j of the Treaty establishing the European Community*, Mars 1998.

Parlement européen

(1998), Rapport sur le contrôle démocratique de l'UEM pour la commission économique et monétaire, Rapporteur: Christa Randzio-Plath, adopté le 1er Avril 1998, Parlement européen, document A4-0110/98.

(2000), "Amélioration des paiements transfrontaliers dans la zone Euro", *Série Affaires économiques*, ECON-123, Direction générale des Études, Parlement européen, Luxembourg, Août 2000.

(2000), Rapport suite à une communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur les paiements de détail dans le marché intérieur, commission économique et monétaire, Rapporteur: Karla M.H. Peijs, document A5-0283/2000, 12.10.2000.

(2001), Rapport sur une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les paiements transfrontaliers en euro, commission économique et monétaire, Rapporteur: Karla M.H. Peijs, document A5-0357/2001, Octobre 2001.

(2001), Recommandation sur la position commune adoptée par le Conseil en vue de l'adoption règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les paiements transfrontaliers en euro, commission économique et monétaire, Rapporteur: Karla M.H. Peijs, document A5-0453/2001, Décembre 2001

Friedman, M. (1953), "The Case for Flexible Exchange Rates" in *Essays in Positive Economics*, Chicago, 1953.

Giavazzi, F. et Bocconi, M. (1995), "Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience", *NBER Document de travail*, n° 5332, Novembre 1995.

Gouvernement du Royaume-Uni (2000), *Second outline national changeover plan*, HM Treasury, Mars 2000.

Greenspan, A. (2002), *Economic Volatility*, Jackson Hole Symposium, 2002

Gros, D. (2002), *The failure of the EU to become an actor on the global financial scene*, Briefing (Document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Mai 2002.

- avec Steinherr, A.** (1997), "Openness and the Cost of Fixing Exchange Rates in a Mundell-Fleming World", *CEPS Document de travail* 113, Décembre 1997.
- IMF** (2001), "Euro Area: Report on Observance of Standards and Codes", *IMF Country Report*, n° 01/195, Washington, Octobre 2001.
- Institut Universitaire International Luxembourg** (1993), *European Monetary Union: Legal Foundations and Economic Implications*, 1993.
- Kenen, P.B.** (1969), "The theory of optimum currency areas: an eclectic view" in R. A. Mundell and Swoboda A.K. (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, pp.41-60 University of Chicago Press, 1969.
- Krugman, P.** (1991) "The International Role of the Dollar: Theory and Prospects", *Currency and Crises*, MIT Press, 1991.
- Lucas, Jr. R.E.** (1976), "Econometric policy evaluation: a critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Amsterdam.
- McKinnon, R. I.** (1963), "Optimum currency areas", *American Economic Review*, 1963.
- McMorrow, K. et Roeger, W.** (2001), "Potential Output: Measurement Methods, 'New' Economy Influences and Scenarios for 2001-2010: a comparison of the EU15 and the US", *Economic Paper* 150, Communautés européennes, Avril 2001.
- Munchau, W.** (2002), "Euro suffers the perils of benign neglect", *Financial Times*, 24.04.2000.
- Mundell, R.** (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 1961.
- (2000), "Does the \$/€rate need to be managed?", paper delivered in Luxembourg, 08.03.2000.
- Mussa, M. et al.** (2002), *Exchange Rate Regimes in an increasingly integrated world economy*, IMF, Avril 2000.
- OECD**
- (2001), V. Koen et al., *Tracking the Euro*, Economics Department, 11.06.2001.
- (2002), "Euro Area", *Country Reviews*, OECD Economic Surveys, Juillet 2002.
- Quintin, O.** (2002), *Making Pensions Sustainable - the approach of the European Commission*, Bruxelles, 07.11.2000.
- Thygesen, N.** (2001), *The Euro Weakness - One More Time*, Briefing (Document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Mai 2001.
- (2002), *Asset and property prices and monetary policy: a reassessment?*, Briefing (Document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Octobre 2002.
- UNCTAD** (2002), "The Trade and Development Report 2002", UNCTAD Press Release, TAD/INF/2850.
- Wemer, P.** (1970), "Report to the Council and the Commission on the realization of economic and monetary union in the Community", *Bulletin des Communautés européennes - Supplement*, 08.10.1970.
- Winder, D.** (2002), "UK Preparations for EMU", *Global Economic and Strategy Research*, UBS Warburg, Octobre 2002.
- Wren-Lewis, S. et Driver, R.L.** (1998), *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Institute for International Economics, Washington DC, Mai 1998.

- Wyplosz, C.** (2000), *One size does not fit all*, Note d'information (Document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Mai 2002.
- (2002), *Asset and Property Prices and Monetary Policy*, Note d'information (Document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Octobre 2002
- et al.** (1998), "The ECB: Safe at Any Speed: monitoring the European Central Bank 1", *CEPR*, Octobre 1998.
- et al.** (2000), "One Money, Many Countries: monitoring the European Central Bank 2", *CEPR*, Janvier 2000.

Bibliographie spécifique sur l'UEM et les pays candidats à l'adhésion.

Backé, P. (2002), "Inflation Developments in Central and Eastern European Accession Countries: Implications for Exchange Rate Policies and Regimes", International Centre for Economic Growth, *Document de travail* n° 4., Janvier 2002.

Deutsche Bank Research

(2000), "Eastern Europe and EMU: economic relations and outlook on membership", *EMU Watch* n° 82, 28.02.2000.

(2002), EU Enlargement, *Monitor* n° 8, 17.07.2002.

(2002), EU Enlargement, *Monitor* n° 9, 15.10.2002.

Parlement européen

(2001), "L'Élargissement et l'Union monétaire", DG IV-Affaires économiques, *Briefing* ECON 518.

(2002), "Régimes de Caisse d'émission en Bulgarie, Estonie et Lituanie", DG IV-Affaires économiques, *Briefing* ECON 525.

Freytag, A. (2002), "Accession to EMU and Exchange Rate Policies in Central Europe - Decisions Under Institutional Constraints", International Centre for Economic Growth, *Document de travail* n° 6., Janvier 2002.

Gásper, P. (2002), *Real and Nominal Convergence of Pre-Accession Economies and the Choice of Exchange Rate Regime*, Document pour le Séminaire ACE-Phare "Monetary and Exchange Rate Strategies Related to the Current European Union's Enlargement", Centre for Social and Economic Research (CASE), Varsovie, Février 2002.

Gros, D. (2002), *The euro and Enlargement*, Briefing, (document Document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Mai 2002

Gulde, A-M., Kähkönen, J. et Keller, P. (2002), "Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone", *IMF Discussion Paper*, Janvier 2000.

Kalcheva, K. (2002), *The impact of the Euro-dollar exchange rate on countries with a currency board. The case of Estonia and Bulgaria*, Kiel Institute for World Economics, Janvier 2002.

Krogstrup, S. (2002), "Public Debt Asymmetries: the Effect on Taxes and Spending in the European Union", *ECB Document de travail* 162, Août 2002.

Lavrac, V. (2002), "Exchange rate regimes of Central and Eastern European candidate countries on their way to EMU", International Centre for Economic Growth, *Document de travail* n° 1, Janvier 2002.

Orlowski, L. T. (2002), *Monetary Convergence of the EU Candidates to the Euro: A Theoretical Framework and Policy Implications*, Document pour le Séminaire ACE-Phare "Monetary and Exchange Rate Strategies Related to the Current European Union's Enlargement", Centre for Social and Economic Research (CASE), Varsovie, Février 2002.

Rosati, D. K. (2002), "Managing Capital Flows in Poland: experiences, problems and questions", International Centre for Economic Growth, *Document de travail* n° 10, Avril 2002.

Schweickert, R. (2002), *The Integration of Accession Countries into EMU – Concerns about Convergence*, Document pour le Séminaire ACE-Phare "Monetary and Exchange Rate Strategies Related to the Current European Union's Enlargement", Centre for Social and Economic Research (CASE), Varsovie, Février 2002.

- Sepp, U. et Randreer, M.** (2002), "The Sustainability of the Estonian Currency Board Arrangement," International Centre for Economic Growth, *Document de travail* n° 9, Avril 2002.
- Sutela, P.** (2002), "Managing Capital Flows in Estonia and Latvia", International Centre for Economic Growth, *Document de travail* n° 8, Janvier 2002.
- Thygesen, N.** (2002), *The Path to the Euro for Enlargement Countries*, Briefing (Document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Mai 2002.
- Von Hagen, J. avec Jizhong, Z.** (2002), *De Facto and Official Exchange Rate Regimes in Transition Economies*, Document pour le Séminaire ACE-Phare "Monetary and Exchange Rate Strategies Related to the Current European Union's Enlargement", Centre for Social and Economic Research (CASE), Varsovie, Février 2002.
- Walter, N. Prof. Dr.** (2002), *The International Dimension of the Euro and the Path to the Euro for Enlargement Countries*, Briefing (Document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Mai 2002.
- Wyplosz, C.** (2002), *The Path to the Euro for Enlargement Countries*, Note d'information (Document pour la commission économique et monétaire du Parlement européen), Mai 2002.

* * *

Notes d'information préparées pour la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen dans le cadre du "dialogue monétaire" avec la BCE

Ces documents sont disponibles en ligne sur la page Web de la commission
http://www.europarl.ep.ec/comparl/econ/emu/default_en.htm (Internal) or
http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm (Internet page)

08 Octobre 2002

[Monetary Policy Confronted with the Possibility of a "Double Dip"](#)

by Christian de BOISSIEU, Professor at the University of Paris I (Panthéon-Sorbonne)

[Double dip and monetary policy](#)

by Guillermo de la Dehesa, Chairman of the CEPR, Centre for Economic Policy Research. Chairman of the OBCE, Observatorio del Banco Central Europeo (Spanish ECB watcher)

[How Should the European Central Bank Assess Asset and Property Prices as Indicators for its Monetary Policy?](#)

by Prof. Dr. Sylvester C.W. Eijffinger, CentER, Tilburg University and CEPR

[Monetary Policy confronted with the possibility of a double dip](#)

by Jean-Paul Fitoussi

[Monetary policy confronted with the possibility of a "double dip"](#)

by Giampaolo Galli, Centro Studi Confindustria and Università Luiss, Rome

[Monetary policy confronted with the possibility of a "long dip"](#)

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

[Monetary Policy Confronted With a Double Dip](#)

by Gustav Adolf Horn

[A good thing could happen at the ECB: an improvement of the Eurosystem's definition of price stability](#)

by Lars E.O. Svensson, Princeton University, CEPR and NBER

[Asset and Property Prices and Monetary Policy: A Reassessment](#)

by Niels Thygesen, Institute of Economics, University of Copenhagen

[Monetary policy confronted with the possibility of a "double dip"](#)

by Prof. Dr. Norbert Walter, Chief-Economist, Deutsche Bank Group

[Asset and property prices and monetary policy](#)

by Charles Wyplosz, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/02/sp021008.htm>

21 Mai 2002

[The outlook for inflation and ECB policy. The international dimension of the euro and some monetary aspects of enlargement. Real estate prices and the conduct of monetary policy.](#)

by Christian de BOISSIEU, Professor at the University of Paris I (Panthéon-Sorbonne)

[Real estate prices and monetary policy](#)

by Guillermo de la Dehesa, Chairman of the CEPR, Centre for Economic Policy Research. Chairman of the OBCE, Observatorio del Banco Central Europeo (Spanish ECB watcher)

[Is the European System of Central Banks Too Decentralized and What Should Happen with the Introduction of the Euro in the Enlargement Countries?](#)

by Prof. Dr. Sylvester C.W. Eijffinger, CentER, Tilburg University and CEPR

[Does inflation strike back in Europe?](#)

by Jean-Paul Fitoussi

[Inflation outlook in the Euro area](#)

by Giampaolo Galli, Centro Studi Confindustria and Università Luiss, Rome

The Euro and Enlargement. The failure of the EU to become an actor on the global financial scene

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

Does Inflation strike Back in Europe?

by Gustav Adolf Horn

A Reform of the Eurosystem's Monetary-Policy Strategy Is Increasingly Urgent

by Lars E.O. Svensson, Princeton University, CEPR and NBER

The path to the Euro for enlargement countries

by Niels Thygesen, Institute of Economics, University of Copenhagen

The international dimension of the euro and the path to the euro for enlargement countries

by Prof. Dr. Norbert Walter, Chief-Economist, Deutsche Bank Group

The path to the Euro for enlargement countries

by Charles Wyplosz, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

*Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/02/sp020521.htm>***23 Janvier 2002****Some economic consequences of the introduction of the physical euro**

by Guillermo de la Dehesa, Chairman of the CEPR, Centre for Economic Policy Research. Chairman of the OBCE, Observatorio del Banco Central Europeo (Spanish ECB watcher)

How Successful Was the Changeover to Euro Currency and What Are the Consequences for Price**Transparency within the Eurozone?**

by Prof. Dr. Sylvester C.W. Eijffinger, CentER, Tilburg University and CEPR

After the cash changeover

by Jean-Paul Fitoussi

Considerations on the euro cash changeover .**Adendum: The mysterious case of the vanishing D-Marks**

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

An analysis of the ECBs Monetary Strategy and its contribution to growth and employment

by Gustav Adolf Horn

The euro in the international financial system

by Richard Portes, London Business School and CEPR

Sweden and the euro

by Lars E.O. Svensson, Princeton University, CEPR and NBER

The impact of the introduction of the euro on public perceptions

by Niels Thygesen, Institute of Economics, University of Copenhagen

Changeover accomplished: the euro becomes a real currency

by Prof. Dr. Norbert Walter, Chief-Economist, Deutsche Bank Group

The Euro and the Stability Pact

by Charles Wyplosz, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

*Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/02/sp020123.htm>***18 Décembre 2001****Fiscal policy as an stabilizer of business cycle fluctuations in the Euro-area**

by Guillermo de la Dehesa, Chairman of the CEPR, Centre for Economic Policy Research. Chairman of the OBCE, Observatorio del Banco Central Europeo (Spanish ECB watcher)

Should the ECB Governing Council decide to publish its minutes of meetings?

by Prof. Dr. Sylvester C.W. Eijffinger, CentER, Tilburg University and CEPR

European public finances under pressure?

by Jean-Paul Fitoussi

Economic policy and the restoring of confidence after Septembre 11th

by Giampaolo Galli, Centro Studi Confindustria and Università Luiss, Rome

The demand for money before the Euro cash changeover

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

An analysis of the ECBs Monetary Strategy and its contribution to growth and employment

by Gustav Adolf Horn

The conduct of monetary policy and an evaluation of the economic situation in Europe 4th quarter 2001

by Jacques Mazier, CEDI, FRE-CNRS n° 2148, Université de Paris-Nord

Macroeconomic policies and the case for policy coordination in the Euro area

by Niels Thygesen, Institute of Economics, University of Copenhagen

Public Finances in Europe under pressure

by Prof. Dr. Norbert Walter, Chief-Economist, Deutsche Bank Group

The ECB communication strategy

by Charles Wyplosz, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/01/sp011218.htm>**12 Septembre 2001****Is M3 a useful tool to assess price stability?**

by Guillermo de la Dehesa, Chairman of the CEPR, Centre for Economic Policy Research. Chairman of the OBCE, Observatorio del Banco Central Europeo (Spanish ECB watcher)

Should the European Central Bank Use M3 to Assess Price Stability?

by Prof. Dr. Sylvester C.W. Eijffinger, CentER, Tilburg University and CEPR

The fiscal stance and economic coordination in Europe

by Jean-Paul Fitoussi

Should the Stability Pact be scrapped?

by Giampaolo Galli, Centro Studi Confindustria and Università Luiss, Rome

Fiscal policy and the growth slow down

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

An Analysis of the ECB's Monetary Strategy and its Contribution to Growth and Employment

by Gustav Adolf Horn

M3, inflation and the ECB

by Jacques Mazier, CEDI, FRE-CNRS n° 2148, Université de Paris-Nord

Is there a case for European Financial Services Regulator?

by Niels Thygesen, Institute of Economics, University of Copenhagen

The fiscal stance in Europe in a period of economic slowdown

by Prof. Dr. Norbert Walter, Chief-Economist, Deutsche Bank Group

The FED and the ECB

by Charles Wyplosz, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/01/sp010912.htm>**28 Mai 2001****FED's monetary strategy versus the ECB's**

by Guillermo de la Dehesa, Chairman of the CEPR, Centre for Economic Policy Research. Chairman of the OBCE, Observatorio del Banco Central Europeo (Spanish ECB watcher)

Should the European Central Bank be Entrusted with Banking Supervision in Europe?

by Prof. Dr. Sylvester C.W. Eijffinger, CentER, Tilburg University and CEPR

Economic and monetary conditions in the euro area: the ECB, the FED and the euro

by Jean-Paul Fitoussi

Current economic and monetary conditions in the Euro area

by Giampaolo Galli, Centro Studi Confindustria and Università Luiss, Rome

The ECB's unsettling opacity. On transparency: formal, perceived and the gap

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

An Analysis of the ECB's Monetary Strategy. FED versus ECB Monetary strategy

by Gustav Adolf Horn

The conduct of monetary policy and an evaluation of the economic situation in Europe - 2nd quarter 2001

by Jacques Mazier, CEDI, FRE-CNRS n° 2148, Université de Paris-Nord

The FED Does not Provide the Solution to the Eurosystem's Problems

by Lars E.O. Svensson, Princeton University, CEPR and NBER

Financial stability and banking supervision in the euro area

by Richard Portes, London Business School and CEPR

The euro weakness - one more time**Appendixes**

by Niels Thygesen, Institute of Economics, University of Copenhagen

The Banking Supervision Issue in Europe

by Prof. Dr. Norbert Walter, Chief-Economist, Deutsche Bank Group

The FED and the ECB

by Charles Wyplosz, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/01/sp010528.htm>

05 Mars 2001**Credibility and Monetary Policy Implementation**

by Guillermo de la Dehesa ,Chairman of the CEPR, Centre for Economic Policy Research. Chairman of the OBCE, Observatorio del Banco Central Europeo (Spanish ECB watcher)

How Important is Financial Market Structure for Monetary Policy Transmission in Europe?

by Prof. Dr. Sylvester C.W. Eijffinger ,CentER, Tilburg University and CEPR

Economic and monetary conditions in the euro area: crossing the Atlantic Ocean

by Jean-Paul Fitoussi

Current economic and monetary conditions in the Euro area

by Giampaolo Galli ,Centro Studi Confindustria and Università Luiss, Rome

The Irish inflation and price adjustments in Euroland

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

An Analysis of the ECB's Monetary Strategy and its Contribution to Growth and Employment

by Gustav Adolf Horn

The conduct of monetary policy and an evaluation of the economic situation in Europe - 1th quarter 2001

by Jacques Mazier, CEDI, FRE-CNRS n° 2148, Université de Paris-Nord

What Is Good and What is Bad with the Eurosystem's Published Forecasts, and How Can They Be Improved?

by Lars E.O. Svensson, Princeton University, CEPR and NBER

Monetary Policy Issues 2001 Q1

by Richard Portes, London Business School and CEPR

The Conduct of Monetary Policy and and Evaluation of the Economic Situation in Europe

by Niels Thygesen, Institute of Economics, University of Copenhagen

The current economic and monetary situation in Europe (Février 20, 2001)

by Prof. Dr. Norbert Walter, Chief-Economist, Deutsche Bank Group

Briefing notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs - 1th Quarter 2001

by Charles Wyplosz, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/01/sp010305.htm>

23 Novembre 2000**Should the European Central Bank Intervene in the Foreign Exchange Market?**

by Prof. Dr. Sylvester C.W. Eijffinger (CentER, Tilburg University and CEPR)

Economic and Monetary Conditions in the Euro Area, with special emphasis on the Effect of the "New Economy" on potential growth (FR)

by Prof. Jean-Paul Fitoussi

Current economic and monetary conditions in the Euro area

by Giampaolo Galli (Centro Studi Confindustria and Università Luiss, Rome)

The Eurosystem's foreign exchange interventions, a background note

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

An Analysis of the ECB's Monetary Strategy and its Contribution to Growth and Employment

by Gustav Adolf Horn

The conduct of monetary policy and an evaluation of the economic situation in Europe - 4th quarter 2000

by Jacques Mazier, CEDI, FRE-CNRS n° 2148, Université de Paris-Nord

What is wrong with the Eurosystem's Money-Growth Indicator and what should the Eurosystem do about it?

by Lars E.O. Svensson, Princeton University, CEPR and NBER

The role of the euro in the world: past developments and future perspectives

by Richard Portes, London Business School and CEPR

The current economic and monetary situation in Europe (Novembre 10, 2000)

by Prof. Dr. Norbert Walter Chief-Economist, Deutsche Bank Group

Current Monetary Developments and Outlook for the ECB's Decisions

by Niels Thygesen

Briefing notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs - 4th Quarter 2000

by Charles Wyplosz, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

Transcript of the hearing: http://www.ecb.int/key/00/sp001123_1.htm

12 Septembre 2000**[How can the ECB improve the Transparency of Monetary Policy in Europe?](#)**

by Prof. Dr. Sylvester C.W. Eijffinger (CentER, Tilburg University and CEPR)

[Economic and Monetary Conditions in the Euro Area, with special emphasis on the Effect of the "New Economy" on potential growth \(FR\)](#)

by Prof. Jean-Paul Fitoussi

[Current economic and monetary conditions in the Euro area](#)

by Giampaolo Galli (Centro Studi Confindustria and Università Luiss, Rome)

[Public Debt Markets in the Euro Area and the UMTS windfall](#)

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

[An Analysis of the ECB's Monetary Strategy and its Contribution to Growth and Employment](#)

by Gustav Adolf Horn

[The conduct of monetary policy and an evaluation of the economic situation in Europe - 3rd quarter 2000](#)

by Jacques Mazier, CEDI, FRE-CNRS n° 2148, Université de Paris-Nord

[Forward-looking Monetary Policy, leading indicators, and the Riksbank's Inflation Reports vs the ECB's Monthly Bulletin](#)

by Lars E.O. Svensson, Princeton University, CEPR and NBER

[Current Monetary Developments and Outlook for the ECB's Decisions](#)

by Niels Thygesen

[The current economic and monetary situation in Europe](#)

by Prof. Dr. Norbert Walter Chief-Economist, Deutsche Bank Group

[Briefing notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs - 3rd Quarter 2000](#)

by Charles Wyplosz, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

*Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/00/sp000912.htm>***20 Juin 2000****[What can the European Central Bank do about the depreciation of the euro?](#)**

by Prof. Dr. Sylvester C.W. Eijffinger (CentER, Tilburg University and CEPR)

[Les conditions monétaires de la croissance européenne](#)

by Prof. Jean-Paul Fitoussi

[Current economic and monetary conditions in the Euro area](#)

by Giampaolo Galli (Centro Studi Confindustria and Università Luiss, Rome)

[One size fits all? Monetary policy and diverging business cycles within the euro area](#)

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

[On monetary policy in Juin 2000](#)

by Gustav Adolf Horn

[The conduct of monetary policy and an evaluation of the economic situation in Europe - 2nd quarter 2000](#)

by Jacques Mazier, CEDI, FRE-CNRS n° 2148, Université de Paris-Nord

[Economic and monetary conditions in the euro area](#)

by Prof. Joaquim Muns, University of Barcelona

[Monetary policy and the current economic and monetary situation](#)

by Lars E.O. Svensson, Princeton University, CEPR and NBER

[Current problems in the euro area](#)

by Niels Thygesen

[The current economic and monetary situation in Europe](#)

by Prof. Dr. Norbert Walter Chief-Economist, Deutsche Bank Group

[Briefing notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs](#)

by Charles Wyplosz, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR

*Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/00/sp000620.htm>***20 Mars 2000****[A review of the monetary situation in the Euro Zone and an analysis of the possibilities of international monetary cooperation between de Euro- Dollar- and Yen zones](#)**

by Professor Charles Wyplosz, Professor of Economics, Graduate Institute of International Studies, Geneva.

Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/00/sp000320.htm>

29 Novembre 1999

[An analysis of the ECB's monetary strategy and its contribution to growth and employment](#)

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

[An Analysis of the ECB's Monetary Strategy and its Potential Contribution to Growth and Employment](#)

by Prof. Charles Bean, Professor of Economics, London School of Economics

Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/st991129.htm>

27 Septembre 1999

[An analysis of the most recent reports of the ECB and an economic forecast based on the latest economic indicators](#)

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies

[Options for the exchange rate management of the ECB](#)

by Prof. Peter Bofinger, Bayerische Julius-Maximilians-Universität Würzburg and CEPR

Transcript of the hearing: http://www.europarl.ep.ec/comparl/econ/emu/noyer/default_en.htm

19 Avril 1999

[An evaluation of monetary policy transmission in the context of the European Central Bank](#)

by Prof. Carlo A. Favero and Prof. Francesco Giavazzi, Università Bocconi, Milan and CEPR

[The conduct of monetary policy by the European Central Bank according to article 105 of the Treaty versus the real economy](#)

by Prof. Peter Bofinger, Universität Würzburg and CEPR

[Improvement of the democratic accountability process](#)

by Prof. Daniel Gros, Center for European Policy Studies.

Transcript of the hearing: <http://www.ecb.int/key/st990419.htm>

Publications récentes dans la série Affaires économiques

Les publications suivantes sont disponibles sur Internet à l'adresse suivante: <http://www.europarl.eu.int/studies>. Pour obtenir des exemplaires sur papier des publications suivantes, contacter: dg4-Publications@europarl.eu.int ou Fax (352) 43 00-27722.

Fiscalité en Europe: Développements récents

(ECON 131, janvier 2003, En, Fr, De)

Panorama de l'€uro

(ECON 130, octobre 2002, En, Fr, De)

Les perspectives économiques 2002

(ECON 129, août 2002, En, Fr, De)

La Coordination fiscale dans l'UE dernière position

(ECON 128, décembre 2001, En, Fr, De)

Réforme fiscale dans les États membres

(ECON 127, juillet 2001, En, Fr, De)

La situation économique de l'Union européenne et les prévisions pour 2001 2002

(ECON 126, juillet 2001, En, Fr, De)

Coordination fiscale dans l'Union européenne

(ECON 125, mars 2001, En, Fr, De)

Le Marché Unique des services financiers: Effets sur la croissance, l'emploi et l'économie réelle

(ECON 124, mai 2001, En, Fr, De)

Amélioration des paiements transfrontaliers dans la zone euro

(ECON 123, août 2000, En, Fr, De)

Stratégies pour l'économie de l'UE

(ECON 122, novembre 1999, En, Fr, De)

Aspects de la protection des consommateurs des directives d'amendement du UCITS du 17 juillet 1998

(ECON 121, novembre 1999, En, Fr, De)

Taux de change et politique monétaire

(ECON 120, août 2000, En, Fr, De)

Fonctionnement et supervision des institutions financières internationales (2 volumes)

(ECON 118, mars 2000, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

UME et Élargissement: revue des questions politiques

(ECON 117, janvier 2000, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Détermination des taux d'intérêt

(ECON 116, décembre 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Options pour la gestion des taux de change de la BCE

(ECON 115, octobre 1999, En, Fr, De)

L'Euro comme "monnaie parallèle", 1999 2002

(ECON 114, septembre 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Investissements publics et privés dans l'Union européenne

(ECON 113, mai 1999, En, Fr, De)

La politique monétaire de la BCE suivant l'article 105 du Traité

(ECON 112, mai 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Frais de main d'œuvre et politique salariale au sein de l'UME

(ECON 111, avril 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

Transmission de la politique monétaire dans la zone Euro

(ECON 110, avril 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)

* * *