

DISCOURS DE M. JEAN-CLAUDE TRICHET

Gouverneur de la Banque de France

L'EURO 4 ANS APRÈS

Luxembourg

Bridge Forum Dialogue

20 mars 2003

Mesdames et messieurs, c'est un grand plaisir et un honneur pour moi de m'adresser aujourd'hui à une audience si distinguée.

J'aimerais vous exposer mon point de vue sur le bilan et les perspectives de l'Union monétaire, 4 ans après le lancement de la monnaie unique.

I. L'EURO REPOSE SUR DES FONDEMENTS SOLIDES ET S'EST IMPOSE COMME UNE GRANDE MONNAIE INTERNATIONALE.

I.1. LES FONDEMENTS SOLIDES DE L'EURO

I.1.1- CLARTÉ ET CRÉDIBILITÉ DE LA STRATÉGIE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE

Le Traité de Maastricht définit clairement l'objectif final de la politique monétaire unique, à savoir le maintien de la stabilité des prix. À cet effet, il est essentiel d'avoir une définition claire de la stabilité des prix. Celle-ci a été définie par l'Eurosystème comme une *progression* sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro *inférieure* à 2 %.

Le maintien de la stabilité des prix à moyen terme constitue le principal apport de l'Eurosystème pour favoriser un environnement propice à une croissance soutenable et à l'emploi sur le long terme.

Il est également la meilleure contribution que puisse apporter la politique monétaire afin de limiter d'inutiles fluctuations de la production et de l'emploi à court terme.

Pour atteindre cet objectif, notre stratégie de politique monétaire est fondée sur deux « piliers » :

- le premier « pilier » est fondé sur une *valeur de référence* fixée à 4,5 % pour la croissance annuelle de l'agrégat monétaire large M3 – naturellement, nous

suivons attentivement les composantes et les contreparties de M3, telles que l'évolution des prêts au secteur privé, l'évolution des finances publiques et des mouvements de capitaux avec le reste du monde ;

- le second « pilier » se fonde sur une large gamme de variables utilisées comme indicateurs des perspectives d'évolution des prix dans la zone euro.

Le succès de notre stratégie enregistré jusqu'à présent ne signifie pas pour autant que notre politique monétaire actuelle est gravée dans le marbre. Avec le recul dont nous disposons maintenant, l'année 2003 semble le moment approprié pour dresser le bilan de notre expérience et l'intégrer aux différents éléments de notre stratégie. Cette question fait actuellement l'objet d'études approfondies au sein de l'Eurosystème. Nous avons l'intention d'achever cette évaluation au cours du printemps et de publier ses conclusions. Il va sans dire que la décision de dresser un bilan approfondi de notre expérience ne signifie pas nécessairement que des changements substantiels soient envisagés.

I.1.2- EFFICIENCE DU CADRE INSTITUTIONNEL ET TECHNIQUE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

I.1.2.1- L'Eurosystème constitue un cadre institutionnel solide, comprenant la BCE et les 12 banques centrales des pays membres de la zone euro. Ainsi que les enquêtes d'opinion le montrent, il bénéficie du capital de confiance dont disposent les banques centrales nationales elles-mêmes.

L'Eurosystème s'articule autour de trois principes: indépendance, transparence et décentralisation.

L'indépendance de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales est garantie par le Traité. Dans l'exercice de leurs pouvoirs et l'accomplissement de leurs missions, ni les banques centrales de l'Eurosystème, ni un membre quelconque de ses organes de décision ne doivent solliciter ou accepter des instructions des institutions communautaires, d'un gouvernement d'un État membre ou de tout autre organisme. Le concept d'indépendance recouvre l'indépendance institutionnelle, opérationnelle et financière. Nous considérons que ce concept d'indépendance contribue de façon décisive à la clarté et la crédibilité de la politique monétaire unique.

Transparence et responsabilité : Les élus, les principaux acteurs économiques ainsi que tous les citoyens européens doivent être pleinement informés de la conduite de la politique monétaire unique. Au niveau européen, la BCE entretient un dialogue permanent avec le Conseil européen et le Parlement européen, comme le font les banques centrales nationales avec les institutions de leur pays. La BCE est la seule banque centrale au monde à appliquer le principe d'une communication régulière, fréquente et en temps réel dans le domaine de la politique monétaire. En effet, une fois par mois, à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs, le président de la BCE tient une conférence de presse qu'il commence par une déclaration introductive.

La responsabilité est la nécessaire contrepartie de l'indépendance d'une banque centrale. A cet égard, les allocutions publiques et les auditions du Président de la Banque centrale européenne et des gouverneurs des banques centrales nationales, à l'intention des institutions et de l'opinion publique, sont essentielles. En effet, notre mission collective consiste en grande partie à expliquer sans relâche les raisons et arguments qui sous-tendent les décisions du Conseil des gouverneurs.

Enfin, la décentralisation : le principe de subsidiarité constitue l'assise de toute la construction européenne ; la décentralisation est donc un élément majeur de l'architecture de l'Eurosystème. L'Eurosystème est une équipe dont les membres travaillent en étroite coopération dans un esprit constructif. Les décisions de politique monétaire sont prises, au niveau central, par le Conseil des gouverneurs et mises en œuvre par les banques centrales nationales de manière étroitement coordonnée.

Les modalités de vote au sein du Conseil des Gouverneurs doivent, vous le savez, être adaptées à l'élargissement de l'UEM. Le 3 février 2003, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé à l'unanimité une Recommandation du Conseil visant à adapter les modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs à une zone euro élargie, conformément à l'article 10.6 des Statuts introduit par le traité de Nice. Cette décision était nécessaire pour maintenir la capacité du Conseil des gouverneurs à prendre des décisions de manière efficace et rapide dans un Eurosystème élargi. La recommandation de la BCE a été soumise au Conseil de l'UE. La Commission européenne et le Parlement européen ont récemment rendu publics leurs avis. Nous espérons que la proposition du Conseil des gouverneurs sera prochainement approuvée par les chefs d'État et de gouvernement.

Cette proposition prévoit que le nombre total de droits de vote au sein du Conseil des gouverneurs sera plafonné à 21, quel que soit le nombre de pays participant à l'Union monétaire. Les six membres du directoire disposeront d'un droit de vote permanent et les gouverneurs des BCN se partageront les quinze droits de vote restants qui feront l'objet d'une rotation selon des règles préétablies. Afin de veiller à ce que toute décision prise par le Conseil des gouverneurs soit représentative de l'économie de la zone euro dans son ensemble, les gouverneurs seront répartis en groupes caractérisés par des

fréquences de vote différentes. La répartition des gouverneurs en groupes sera réalisée selon un classement des BCN concernées, reflétant principalement l'importance relative des économies et de leurs secteurs financiers. Cette recommandation récente du Conseil des gouverneurs témoigne de sa capacité à adapter en douceur sa gouvernance interne aux défis posés par l'élargissement.

I.1.2.2- Un cadre technique efficient

L'introduction de l'euro sur les marchés de capitaux, le 1^{er} janvier 1999, a été un succès indiscutable. Il s'agit d'une réalisation remarquable dans la mesure où de nombreux observateurs doutaient du succès immédiat d'un défi technique de cette ampleur. À cet égard, trois orientations ont déterminé cette réussite :

- le **cadre de la politique monétaire** recouvre toute une palette d'instruments dont le choix répond à un souci de respect des principes de marché, d'égalité de traitement, de simplicité et de transparence. La décentralisation de l'exécution des opérations de politique monétaire a sans nul doute contribué au bon fonctionnement de ce cadre. Le maintien de contacts étroits entre les banques commerciales et leurs banques centrales nationales respectives a permis aux marchés de capitaux d'adopter rapidement des pratiques harmonisées s'agissant des opérations d'*open market*, des garanties éligibles aux opérations de refinancement et du mécanisme de réserves obligatoires.
- l'**efficacité opérationnelle** est illustrée par la précision de l'ajustement de la liquidité bancaire et l'efficacité du pilotage des taux d'intérêt à court terme ; l'Eurosystème a constamment démontré son efficacité en la matière tout au long des quatre dernières années, et en particulier durant les jours qui ont suivi les événements tragiques du 11 septembre 2001, en agissant rapidement et en veillant à garantir le bon fonctionnement des marchés de capitaux européens.

- la **sécurité** est assurée par les procédures et systèmes mis en œuvre tant pour l'exécution des opérations interbancaires que pour les paiements de gros montant. L'intégration du marché interbancaire s'est opérée grâce à la mise en place du système *Target* pour le transfert, en temps réel, des paiements de montant élevé dans l'ensemble de la zone euro et dans les autres pays de l'Union européenne.

I.1.3- L'UEM FAVORISE L'INTÉGRATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

I.1.3.1- Intégration effective des marchés de capitaux européens

En 1999, l'un des avantages attendus de l'introduction de l'euro résidait dans la perspective d'un approfondissement, d'un élargissement et d'une plus grande intégration des marchés de capitaux, évolutions de nature à réduire le coût du capital pour les entreprises et à offrir aux épargnants européens une palette accrue d'options susceptibles d'être utilisées pour leurs placements. Ces perspectives sont désormais réelles, tant sur le marché monétaire que sur les autres compartiments des marchés de capitaux.

Sur le **marché monétaire de l'euro**, l'intégration du marché interbancaire des dépôts en blanc est très élevée. L'Eonia et l'Euribor constituent des taux de référence unanimement reconnus par l'ensemble des opérateurs, comme l'atteste la très forte progression du marché des *swaps* de taux d'intérêt en euros.

Sur le marché obligataire de l'euro, la concurrence entre émetteurs a été renforcée, ce qui a favorisé l'harmonisation des différents compartiments de titres souverains, la convergence progressive vers les « meilleures pratiques » et le développement de plusieurs emprunts de référence attractifs et activement négociés (titres souverains notamment). En outre, la concurrence a permis d'améliorer la liquidité, les émetteurs ayant accru le montant moyen de leur encours.

La *modernisation des structures de marché* a été poursuivie : outre le développement du courtage électronique (*e-trading*), le mouvement de concentration observé chez les dépositaires centraux de titres favorise un fonctionnement plus efficient des procédures de règlement-livraison ainsi que la mise en œuvre de modalités de règlement plus simples et plus sûres des opérations transfrontière sur titres. Ce dernier point est particulièrement important pour l'Eurosystème, le bon fonctionnement de l'infrastructure de règlement des titres étant essentiel à la mise en œuvre de la politique monétaire.

Sur le marché des actions, les marchés raisonnent dorénavant au niveau européen.

L'élimination du risque de change entre les différents pays de la zone euro a en effet amené les investisseurs à renforcer la composante internationale et sectorielle dans leurs choix de portefeuille et à ne plus se limiter à une optique nationale. La création d'une large gamme d'indices sectoriels paneuropéens a été une conséquence directe de ces modifications de la stratégie des investisseurs.

I.1.3.2- Concentration du secteur financier :

En outre, l'euro a constitué un important élément catalyseur de l'activité de **fusion et acquisition** dans le secteur financier. À cet égard, il convient de souligner la vague de fusions ou d'alliances intervenant actuellement au sein des banques, bourses de valeurs, systèmes de règlement de titres et chambres de compensation. Si l'euro n'avait pas été créé, aurait-on pu envisager Euronext, résultat de la fusion entre les Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles, de Lisbonne et de Paris ?

I.2. LE RÔLE INTERNATIONAL DE L'EURO, UN DÉVELOPPEMENT INCONTESTABLE MAIS PROGRESSIF

Tout d'abord, il faut souligner que le rôle international de l'euro n'est pas un objectif en soi pour l'Eurosystème. Ce dernier observe une position de neutralité face à son développement, c'est-à-dire qu'il ne l'empêche ni ne l'encourage.

Le développement du rôle international de l'euro est un processus de long terme, qui implique une modification en profondeur du comportement des agents. Cependant, on enregistre d'ores et déjà quelques évolutions significatives.

I.2.1- LE DÉVELOPPEMENT DE L'UTILISATION INTERNATIONALE PRIVÉE DE L'EURO

L'euro est tout d'abord utilisé au plan international comme instrument financier. Son utilisation comme monnaie de financement a connu une évolution marquée. Il constitue ainsi la seconde monnaie d'émission de titres sur le marché international. La part de l'euro dans les émissions de titres sur le marché

international (définition large) atteignait 39 % au second trimestre 2002 (contre 45 % pour le dollar US et 6 % pour le yen), en augmentation de 11 points de pourcentage par rapport à la part totale des anciennes monnaies nationales plus l'écu à la fin de 1998 (*statistiques BRI et Rapport BCE 2002 sur le rôle international de l'euro*).

L'utilisation de l'euro comme monnaie de placement s'est accrue également de façon notable. La part de l'euro dans les actifs bancaires internationaux se montait à 24 % à la fin du 1er trimestre 2002 (contre 52 % pour le dollar et 11 % pour le yen), soit une augmentation de 6 points de pourcentage par rapport à la date de lancement de l'euro (*source : Rapport BCE 2002 sur le rôle international de l'euro*).

L'euro est également utilisé au plan international comme intermédiaire dans les échanges et unité de compte. C'est tout d'abord une monnaie « véhicule » essentielle sur le marché des changes. L'euro est en effet intervenu dans 1/5ème des transactions de change classiques en 2001 (*statistiques BRI*) et le couple euro/dollar fait l'objet des transactions les plus importantes, avec 30 % des volumes globaux recensés en 2001.

L'utilisation de l'euro comme monnaie de facturation du commerce international s'accroît, même s'il est difficile de trouver des données agrégées et harmonisées pour la zone euro dans son ensemble sur cet aspect. Entre 2001 et mi-2002, la part de l'euro dans le commerce extérieur de biens et services de la zone euro a augmenté de façon significative, surtout avec les zones géographiquement les plus proches, pour atteindre globalement une part comprise entre 40 % et 50 % (*source : Quarterly Review of the use of the euro, Commission, données reprises dans le rapport BCE 2002 sur le rôle international de l'euro*).

I.2.2- LE RÔLE INTERNATIONAL OFFICIEL DE L'EURO

L'euro est une monnaie de référence pour de nombreux régimes de change adoptés par des pays tiers : plus de 50 pays ont adopté l'euro comme référence ou ancre monétaire, plus particulièrement dans les zones géographiques proches. C'est également la seconde monnaie dans les réserves de change mondiales : sa part s'établissait à 13 % à la fin 2001 (données FMI), contre 68 % pour le dollar et 5 % pour le yen.

En outre, en 2002, plusieurs communiqués de presse et déclarations officielles de divers pays, notamment la Chine, la Corée, la Russie, le Pakistan et la Roumanie, ont fait état de l'augmentation par ces pays de la part de l'euro dans leurs réserves de change ou de leur intention d'aller dans ce sens.



II. MEME SI LES NECESSAIRES RÉFORMES STRUCTURELLES DOIVENT ENCORE ETRE POURSUIVIES, L'UEM CONSTITUE D'ORES ET DEJA UNE ZONE COMPÉTITIVE ET COHÉRENTE

II.1- NÉCESSITÉ DE POURSUIVRE LES RÉFORMES STRUCTURELLES

Le passage à l'Euro a constitué en soi une réforme structurelle majeure et un puissant facteur de modernisation de l'économie européenne. Pour continuer dans cette voie, l'accroissement de la compétitivité globale de nos économies passe par la modération des coûts unitaires de production.

Si l'on se rapporte à l'expérience économique récente de la France, la stratégie française dite de désinflation compétitive nous a donné un très grand avantage :

les gains importants de compétitivité-coût enregistrés dans le secteur industriel français à partir du milieu des années quatre-vingt ont en effet largement contribué à favoriser la croissance, les créations d'emplois et la solidité des comptes extérieurs.

La poursuite d'une stratégie de désinflation compétitive au niveau de la zone euro doit s'appuyer sur un ensemble de réformes sur le marché du travail et sur le marché des biens.

II.1.1- NÉCESSITÉ DE PROMOUVOIR LA FLEXIBILITÉ DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Globalement, on peut estimer que le chômage reste à 70 % de nature structurelle, que la différenciation des salaires entre secteurs demeure insuffisante, et que le coût du travail s'avère encore trop élevé.

Dans ce domaine, les réformes principales à mener concernent :

- l'augmentation de la quantité de travail disponible: le Conseil européen de Lisbonne en mars 2000 a fixé comme objectif central d'élever le taux d'emploi de nos populations de 61 à 70 % en 10 ans, sachant qu'il avoisine 75 % aux Etats-Unis ;
- la suppression des trappes à inactivité et à pauvreté, par la réduction des contributions sociales à la charge des employeurs et le développement de la formation ;
- le développement des deux principaux mécanismes d'adaptation que sont la flexibilité des salaires et la mobilité du travail.

II.1.2- NÉCESSITÉ D'HARMONISER L'ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE, CONCURRENTIEL ET FISCAL, SUR LE MARCHÉ DES BIENS ET SERVICES

De son côté, l'intégration progressive du marché européen des biens et services se poursuit. On peut ici évoquer le renouvellement des réglementations relatives aux marchés des télécommunications, de l'électricité et du gaz.

Toutefois, on note que seuls 7 pays de la zone ont atteint le taux de transposition des directives européennes ciblé pour 2002, soit 98,5%. L'effort de transposition doit donc être poursuivi.

En outre, des efforts supplémentaires doivent être accomplis pour :

- simplifier et harmoniser l'environnement réglementaire, dans le domaine des services aux entreprises et aux particuliers ;
- soutenir le développement des petites et moyennes entreprises ;
- favoriser l'accélération des gains de productivité du travail (modernisation des systèmes d'information) ;
- soutenir les efforts de Recherche et Développement: investissements, chercheurs
- diminuer les subventions publiques.

II.2- ... L'UEM EST UNE ZONE COMPÉTITIVE ET COHÉRENTE

II.2.1- L'UEM PRÉSENTE UN HAUT NIVEAU DE COMPETITIVITE, EN MATIERE DE PRIX ET DE COÛT

La zone euro et la France sont particulièrement attractives, du fait de fondamentaux macroéconomiques sains et de l'absence de déséquilibres majeurs.

Le niveau d'inflation y est faible et stable sur le long terme, les comptes externes sont équilibrés, l'épargne privée est abondante, et le système financier

est sain, comme l'établit le rapport du Comité de Surveillance Bancaire du SEBC (BSC), publié en février 2003.

La qualité de la main d'œuvre européenne est un autre atout d'importance, avec le haut niveau d'éducation et de formation observé (5% du PIB consacré à l'éducation), ainsi que la maîtrise affichée des langues étrangères.

La qualité des infrastructures n'est pas en reste, que ce soit en matière de transports, d'énergie, de télécommunications ou de nouvelles technologies.

Tous ces facteurs contribuent à expliquer la bonne tenue des flux d'investissements directs vers la zone euro et plus particulièrement vers la France.

Selon les données de la Balance des Paiements, la France est le 2^{ème} pays d'accueil des investissements directs en 2002 après la Chine, avec 49,9 Mds EUR. Depuis la mise en place de l'euro, au début de 1999, le total des investissements directs étrangers en France s'élève ainsi à environ 200 Mds EUR, ce qui traduit une nette progression par rapport aux années précédentes.

Les investissements directs étrangers dans la zone euro, pour leur part, ont représenté 720 Mds EUR entre 1999 et 2001, et 85 Mds EUR sur les 8 premiers mois de 2002.

II.2.2- L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE COMMUNE RENFORCE LA STABILITÉ ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DE LA ZONE EURO

L'Eurosystème a salué la décision du Conseil européen de Lisbonne en mars 2000 consistant à accélérer la réalisation du marché intérieur des services financiers et visant à mettre en œuvre le **Plan d'action sur les services financiers** d'ici 2005. Ce Plan est régulièrement passé en revue par les autorités européennes et des progrès importants ont été réalisés : à fin 2002, 32 chapitres

sur 42 ont en effet été mis en œuvre, dont notamment le règlement sur les paiements transfrontaliers en euro (2001), le statut de Société européenne et la Directive de décembre 2002 sur les conglomérats financiers.

La zone euro bénéficie, par ailleurs, de **mécanismes réglementaires prudents cohérents** et flexibles, comme l'ont établi deux rapports du Comité économique et financier (avril 2000 et avril 2001). Ces mécanismes permettent de mesurer et de limiter les risques d'instabilité au sein du secteur bancaire, du secteur des assurances et sur le marché des titres.

En outre, une **nouvelle architecture institutionnelle** est en cours de constitution dans l'U.E. dans le domaine de la réglementation et de la supervision du **secteur financier (banques, assurances, marchés de titres)**. L'Eurosystème a soutenu les conclusions du Comité présidé par A.Lamfalussy sur l'intégration des marchés de titres européens ; nous sommes convaincus que la mise en œuvre – décidée à la fin de 2002 - de ces grandes orientations dans l'ensemble du secteur financier, et les nouvelles structures de coopération au niveau européen qui en découlent, contribueront à renforcer la stabilité du système financier.

La stabilité financière peut ainsi être considérée comme la deuxième mission confiée à l'Eurosystème par le Traité. Plus spécifiquement, le Traité prévoit que l'Eurosystème doit contribuer à la bonne conduite des politiques en matière prudentielle et à la stabilité du système financier.

Les responsabilités particulières des banques centrales découlent de leur positionnement au cœur des systèmes financiers: leur rôle de fournisseur de liquidité de l'économie, leurs contacts étroits et constants avec les établissements de crédit, leur contribution à la surveillance bancaire et au

fonctionnement sûr et efficient des systèmes de paiement et, au moins pour certaines d'entre elles, leur contribution à un fonctionnement sûr et efficient des systèmes de compensation et de règlement de titres. Je suis convaincu que la participation des banques centrales, dans ces domaines, demeurera absolument essentielle.

En matière de lutte contre le blanchiment, enfin, la Coopération juridique internationale s'intensifie.

Depuis les tragiques événements du 11 septembre, les inquiétudes relatives à la possible utilisation du système financier pour financer le terrorisme sont devenues prioritaires dans les débats internationaux et européens sur la réglementation. La communauté internationale, et en son sein, la communauté financière, renforce ses efforts pour traquer les fonds utilisés par le crime organisé et le terrorisme. Nous progressons car il existe aujourd'hui, une forte détermination politique de la communauté internationale et des instances européennes compétentes, en faveur d'une coopération sur cette question.



III. L'ÉLARGISSEMENT DE L'UNION EUROPÉENNE CONSTITUE LE PRINCIPAL DÉFI DES ANNÉES A VENIR.

Face à ce défi majeur pour la cohésion de la zone euro, celle-ci dispose de divers instruments de coordination.

III.1- LA ZONE EURO DISPOSE D'UN CADRE DE POLITIQUE ECONOMIQUE A MOYEN TERME ASSURANT SA COHESION INTERNE.

III.1.1- DES PROCÉDURES MULTILATÉRALES INSTITUTIONNALISÉES

Un cadre opérationnel cohérent a été mis en place pour la coordination des politiques économiques par la voie d'une surveillance mutuelle étroite, sous la responsabilité de l'**Eurogroupe** et du **Conseil Ecofin**.

En encadrant les déficits publics des États membres de la zone euro, le **Pacte de Stabilité et de Croissance** permet de coordonner les politiques budgétaires. C'est là un complément indispensable à la politique monétaire, notamment pour contrebalancer le fait que l'Europe ne dispose pas d'un important budget fédéral.

En instituant un système de sanctions en cas de déficits excessifs, le Pacte contribue également à éviter que des économies bien gérées n'aient à supporter une prime de risque injustifiée, en provenance des économies présentant d'importants déficits, et qui serait transférée sur elles par le canal de la monnaie unique.

En outre, les Grandes orientations de politique économique, approuvées chaque année par les chefs d'État et de gouvernement, contribuent au suivi des évolutions macroéconomiques et structurelles dans les États membres. Elles n'ont pas à proprement parler de valeur contraignante, puisque leur non-respect ne donne pas lieu à des sanctions. Elles constituent cependant un instrument central dans la coordination des politiques économiques, dont le contenu s'est précisé au fil des années. Elles sont par ailleurs adoptées par le Conseil ECOFIN, ce qui permet à la pression des pairs de s'exercer.

III.1.2- LA PRISE EN COMPTE DES CHOCs ASYMÉTRIQUES

En pressant les pays de parvenir, à moyen terme, à une situation budgétaire « proche de l'équilibre ou en excédent », le Pacte tolère une augmentation des déficits en période difficile, à condition de ne pas dépasser la valeur de référence de 3 %. En bref, il autorise les pays membres à créer un « volant de sécurité » budgétaire durant les phases de conjoncture économique normales, susceptible d'être utilisé pour faire face à des divergences économiques ou à des chocs asymétriques.

III.1.3- LA CONVERGENCE DES ÉCONOMIES DE LA ZONE EURO

L'Union monétaire n'implique pas nécessairement que tous les pays participants affichent, à tout moment, le même taux d'inflation ou de croissance, même si la création de l'euro reposait sur la réussite du processus de convergence. Ainsi des écarts d'inflation entre pays ou régions sont acceptables dans une union monétaire car ils s'intègrent dans le processus de convergence de la productivité et des niveaux de vie.

En fait, la dispersion d'inflation entre pays de la zone euro est similaire à celle constatée entre les différents états des Etats-Unis.

Une zone monétaire est jugée optimale si et seulement si il y a une forte corrélation des cycles économiques dans les pays membres, une libre circulation des facteurs de production ou un budget fédéral suffisant pour amortir les chocs. En pratique, les structures économiques doivent aussi être suffisamment

semblables pour que la réaction de l'économie à la politique monétaire commune soit similaire entre les pays. Globalement, la zone euro correspond à ces critères, en raison de la grande corrélation des cycles, des structures économiques analogues et des marges de manœuvre possibles sur les politiques budgétaires, garanties par le PSC.

Les pays candidats à l'élargissement doivent prendre toute la mesure de cette contrainte avant de rentrer en Union monétaire. C'est sans doute là un enjeu important des prochaines années.

III.2- LA RÉUSSITE DURABLE DE L'ELARGISSEMENT SUPPOSE LA CONVERGENCE DES STRUCTURES ECONOMIQUES ET FINANCIÈRES DES PAYS CANDIDATS.

III.2.1.- LA CONVERGENCE RÉELLE, UN PROCESSUS PROGRESSIF ET DE LONG TERME

La convergence réelle correspond à la fois au processus de convergence des revenus réels, mais aussi au processus de convergence structurelle et institutionnelle, qui implique l'adaptation des structures économiques, l'établissement d'institutions adéquates, l'adoption des pratiques et standards reconnus internationalement. A ce titre, l'intégration économique déjà importante des pays candidats avec la zone euro constitue un point positif : la zone euro absorbe 58 % des exportations totales des pays candidats (contre un commerce intra qui représente 50,4 % des exportations des actuels États membres de la zone euro) ; les pays candidats absorbent 13 % du total des exportations de la zone euro (part identique à celle des États-Unis) et ont contribué pour les 2/3 à la croissance de la demande extérieure globale adressée à la zone en 2000-01.

Toutefois, l'écart en termes de PIB moyen par habitant entre les pays candidats¹ et la moyenne de la zone euro demeure encore très important. Le PIB moyen par habitant dans les pays candidats en 2002 ne représente en effet que 44 % de la moyenne de la zone euro, en parité de pouvoir d'achat, et 20 % sur la base des taux de change courants.

Or, le différentiel de croissance entre les pays candidats et la zone euro reste encore limité et ne permet pas un rattrapage rapide du niveau de vie. Ce différentiel de croissance ne s'est élevé qu'à 0,5 point par an en moyenne en 1999-2001. En 2002, il a certes progressé pour s'établir entre 1,3 et 1,7 point, la croissance du PIB ayant été estimée à 2,3 % dans les pays candidats contre 0,6/1% dans la zone euro (estimations Eurostat et BCE). A ce rythme, en moyenne, les pays candidats ne rattraperaient le niveau relatif de la Grèce qu'en 2025. Bien sûr, les situations individuelles sont très différenciées.

C'est pourquoi les réformes structurelles revêtent également une importance cruciale pour les pays candidats, en ce qui concerne notamment le marché du travail et la qualité des systèmes bancaires, ceci afin de créer les conditions d'un rattrapage plus rapide.

III.2.2- L'IMPORTANCE DE SYSTÈMES BANCAIRES ET FINANCIERS SAINS, EFFICACES ET BIEN SUPERVISÉS

Le processus de libéralisation des mouvements de capitaux en cours dans les pays candidats implique la mise en œuvre de réformes structurelles dans le secteur financier et un renforcement de la supervision. A cet égard, la

¹ Les 10 futurs États membres en 2004 : Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République slovaque, République tchèque et Slovaquie ; entrée prévue de la Bulgarie et Roumanie en 2007.

restructuration et la consolidation des systèmes financiers et bancaires, déjà bien avancées, doivent être poursuivies par les pays candidats. Le ratio actifs bancaires/PIB ne représente en effet en moyenne qu'un quart de celui de la zone euro et s'échelonne de 27 % en Lituanie à 389 % à Malte en 2001, contre 265 % pour la zone euro (*source : Accession Briefing 2002, BCE*).

Le ratio crédit intérieur/PIB ne représente en moyenne qu'un tiers de celui de la zone euro ; il s'établit en 2001 entre 11,5 % en Lituanie et 109 % à Chypre et Malte, contre 107 % pour la zone euro (*source : Accession Briefing 2002, BCE*).

Les marchés financiers sont encore peu développés. Le ratio capitalisation boursière /PIB s'élève en 2001 à 14 % en Pologne, 16 % en République tchèque, 19 % en Hongrie, contre 72 % pour la zone euro.

III.2.3- LA CONVERGENCE LÉGALE ET INSTITUTIONNELLE, UN PROCESSUS FAISANT L'OBJET D'UN SUIVI ATTENTIF

L'Eurosystème prête naturellement une attention toute particulière à l'indépendance des banques centrales, qui est un des aspects de la convergence légale et institutionnelle. Il s'agit là d'une exigence juridique préalable pour l'entrée dans l'UE, et a fortiori dans l'Eurosystème. L'indépendance implique à la fois la mise en conformité du statut de la banque centrale avec les dispositions communautaires et une mise en œuvre effective. Il est encourageante de noter que les réformes législatives engagées ces deux dernières années dans les pays candidats ont, dans l'ensemble, permis de rendre les statuts des banques centrales globalement compatibles avec l'acquis communautaire.

III.3- LA CONVERGENCE NOMINALE DOIT REPOSER SUR DES STRATÉGIES SOUTENABLES

Tous les nouveaux États membres de l'UE ont vocation à adopter à terme l'euro, dès lors qu'ils auront rempli les critères prévus par le Traité, de manière soutenable. Leurs efforts devront donc porter, tant sur les finances publiques que sur la politique de désinflation et les stratégies de change.

III.3.1- AMÉLIORER LA SITUATION BUDGÉTAIRE ET EXTÉRIEURE DES PAYS CANDIDATS

Les finances publiques de plusieurs pays candidats sont sous tension. Le déficit public moyen pondéré s'est élevé à 3,6 % du PIB en 2001, avec des valeurs allant jusqu'à 5,3 % du PIB en Pologne ou 4 % en Slovaquie. La maîtrise des dépenses publiques constitue une nécessité absolue pour respecter le critère nominal de Maastricht relatif au déficit public, d'autant plus que ces pays devront par ailleurs financer d'importants besoins d'investissements (notamment publics) afin d'assurer la convergence réelle avec la zone euro. En outre, la structure fiscale actuelle des pays candidats, caractérisée par la pression croissante des transferts sociaux et le poids des dépenses liées, limite la marge de manœuvre pour une réduction des dépenses publiques.

Le creusement des déficits courants doit être également maîtrisé. Le déficit courant moyen a atteint 4,6 % du PIB en 2002, avec des valeurs allant jusqu'à 9,4 % du PIB en Lettonie, 8,1 % en Slovaquie, 6,8 % en Estonie. La projection du déficit courant moyen en 2003 s'établit à 4,7 % (*source : Accession Briefing 2002, BCE*). La réduction des déficits courants est d'autant plus importante dans

la perspective de la perte, à terme, de l'instrument du taux de change, à la suite de l'entrée en Union monétaire.

II.3.2- ASSURER LA SOUTENABILITÉ DU PROCESSUS DE CONVERGENCE NOMINALE

Le processus de désinflation se poursuit dans les pays candidats. Il constitue la grande réussite de la décennie passée, marquée par le passage d'une inflation moyenne de 2 à 1 chiffres (8,5 % en 2001 en moyenne). En 2002, le niveau d'inflation moyen dans les pays candidats a continué de se rapprocher du taux d'inflation moyen dans la zone euro (4,0 % dans les pays candidats au 3ème trimestre 2002 contre 2,1 % dans la zone euro).

Les processus de convergence réelle et nominale sont complémentaires. D'une part, la convergence réelle favorise la convergence nominale. En effet, les réformes structurelles conduisent à un environnement de taux d'inflation et d'intérêt plus faibles et permettent une amélioration des conditions de l'offre de l'économie ainsi qu'un accroissement du potentiel de croissance. Par ailleurs, la convergence réelle entraîne une réduction des risques et des effets de chocs asymétriques. D'autre part, la convergence nominale favorise la convergence réelle en assurant un ancrage des anticipations d'inflation et la stabilité de l'environnement macroéconomique, et en encourageant le commerce et l'investissement.

Par conséquent, les convergences réelle et nominale doivent être poursuivies en parallèle. Il convient en particulier de ne pas se focaliser en premier lieu sur une convergence nominale trop rapide, faite au détriment de la convergence structurelle, et qui risquerait de ne pas être soutenable dans la durée. Les

marchés financiers peuvent également contribuer à une convergence artificielle de certaines variables nominales, à travers les « convergence plays », c'est-à-dire les anticipations d'une date d'entrée précise de tel ou tel pays dans la zone euro. Ces anticipations sont facteurs de risques, car elles peuvent par exemple contribuer à une convergence sur les marchés des taux d'intérêt à long terme vers les niveaux prévalant dans la zone euro, qui serait prématurée car non justifiée par une convergence des fondamentaux économiques.

Ce risque ne doit pas être sous-estimé. On a ainsi pu relever, très récemment, un spread de taux d'intérêt négatif entre les obligations à 8 ans du Trésor tchèque et les obligations du Bund allemand (-14 points de base au 06/02/03).

La poursuite en parallèle des convergence réelle et nominale est d'autant plus nécessaire qu'il convient d'assurer la soutenabilité de la convergence nominale. En effet, conformément au Traité, l'examen des critères de convergence économique en vue de l'entrée en zone euro donnera lieu à une évaluation du caractère soutenable des résultats obtenus dans les différents domaines (inflation, finances publiques, taux d'intérêt).

III.3.3- IMPORTANCE PRIMORDIALE DES STRATÉGIES DE CHANGE DANS LE MAINTIEN DE LA STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE

Les stratégies de change suivies par les pays candidats se caractérisent par leur grande variété actuelle, des currency boards (Bulgarie, Estonie, Lituanie) au flottement (Pologne, République tchèque) en passant par un régime de bandes de fluctuation (+/- 15%) autour d'une parité fixe par rapport à l'euro (Chypre, Hongrie depuis 2001).

On note que les monnaies des pays candidats (à l'exception naturellement des currency boards) enregistrent actuellement de fortes fluctuations nominales par

rapport à l'euro, en particulier le zloty polonais, le forint hongrois et la couronne tchèque.

Après l'entrée dans l'UE, la politique de change reste une compétence nationale, mais doit s'inscrire dans le cadre de l'objectif de stabilité des prix. Dans cette phase, la participation au nouveau mécanisme de change européen (MCE 2) apparaît particulièrement utile, comme instrument de convergence assurant un dosage adéquat de discipline et de flexibilité. Le MCE 2 doit ainsi être considéré comme une salle d'entraînement (« training room ») et non une simple salle d'attente avant l'adoption de l'euro (« waiting room »). Il doit notamment permettre un apprentissage progressif de l'abandon de l'instrument de change : il constitue en effet un cadre institutionnel souple, car il permet les réalignements de taux de change et assoit la crédibilité du processus de stabilisation progressive du change par son caractère multilatéral. Le MCE2 présente par ailleurs des avantages plus fondamentaux : il assure en particulier l'ancrage des anticipations d'inflation des agents, et par là même incite aux réformes structurelles pour préserver la compétitivité.

La participation au MCE 2 est également un critère de convergence. Le Traité prévoit précisément deux exigences en ce domaine : le respect des marges normales de fluctuation prévues par le MCE 2 pendant 2 ans au moins, sans dévaluation ; le caractère durable de la convergence atteinte et de la participation au MCE 2, qui se reflète dans les niveaux des taux d'intérêt à long terme. La participation au MCE 2 constitue donc une période de test pour le cours pivot choisi et la soutenabilité de la convergence. Elle permet en particulier de définir la parité appropriée pour l'adoption, à terme, de l'euro.

Il convient de noter que l'évaluation du critère de stabilité du change sera basée, comme cela a été le cas depuis 1998, sur la proximité entre le taux de change et le cours-pivot, et pas seulement sur le respect de la marge de fluctuation standard de +/- 15 %.

D'une manière générale, on peut estimer que les différents pays devront suivre une approche au cas par cas, tant pour la décision relative à la date d'entrée dans le MCE 2 que pour la durée de leur participation. Ces décisions devront être prises en fonction des conditions économiques (en termes nominaux, réels et structurels), de la cohérence du policy mix, de la taille, des structures économiques et du track record du pays concerné. En effet, une entrée prématurée dans le MCE2 pourrait causer une accentuation de la volatilité du change et entraîner un risque de crise et de contagion. Enfin, en ce qui concerne la durée de participation, il apparaît particulièrement dangereux de faire d'une réforme fondamentale telle que l'adoption de l'euro, un simple objectif de court terme.

Je vous remercie.