

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE DU SEBC

JEAN-JACQUES REY \*, VINCENT PÉRILLEUX\*\*

**I**l est encore trop tôt pour dessiner la forme exacte que prendra la politique monétaire du Système européen de Banques centrales (SEBC). Le présent article vise seulement à en esquisser les lignes de forcedéjà décelables et à exposer les termes dans lesquels se posent actuellement les principaux choix. Après avoir évoqué le cadre institutionnel dans lequel s'inscrivent les travaux relatifs à la politique monétaire du SEBC, nous examinerons successivement les questions de stratégie et les aspects opérationnels.

### *Le cadre institutionnel de la préparation de la future politique monétaire unique*

Les contours de la politique monétaire du SEBC ne seront précisés que peu de temps avant l'entrée en vigueur de la troisième phase de l'Union économique et monétaire. C'est en effet au Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) qu'il reviendra de prendre les décisions en la matière. Or la BCE ne sera instituée qu'après que les chefs d'Etat ou de gouvernement auront décidé le passage à la troisième phase et désigné les Etats qui remplissent les conditions nécessaires pour l'adoption de la monnaie unique, à savoir, selon les résolutions du Conseil européen de Madrid, au début de 1998. La nouvelle institution devrait alors s'appêter à conduire effectivement la politique monétaire de la zone euro à partir du 1er janvier 1999.

Toutefois, le Conseil des gouverneurs de la BCE ne pourrait, en quelques mois, définir et mettre en oeuvre la stratégie, les instruments et les procédures de la politique monétaire unique s'il ne disposait des résultats de travaux préparatoires. C'est pourquoi le traité sur l'Union européenne assigne à l'Institut monétaire européen (IME) la mission de mener de tels travaux et même de préciser, pour le 31 décembre 1996 au plus tard, le cadre réglementaire, organisationnel et logistique dont le SEBC aura besoin pour accomplir ses tâches lors de la troisième phase. Ce cadre sera soumis pour décision à la BCE à la date de sa mise en place.

En fait, les banques centrales de l'Union européenne n'avaient pas

123

\* Membre du Comité de Direction de la Banque nationale de Belgique et Président du Sous-comité de Politique monétaire de l'Institut monétaire européen.

\*\* Conseiller au Département des Etudes, Banque nationale de Belgique.

attendu la création de l'IME, le 1er janvier 1994, pour mettre en chantier une réflexion commune sur la future politique monétaire unique. Le travail s'est poursuivi au sein de l'IME, où il s'est nourri de l'apport de l'équipe d'économistes que l'Institut s'est adjointe, tout en continuant à reposer sur la collaboration des banques centrales nationales, notamment par le biais de groupes de travail comme le «Sous-comité de politique monétaire». Le report de l'entrée en vigueur de la troisième phase de 1997 à 1999 ne dispense pas l'IME de l'obligation de définir un certain nombre d'éléments clés de la politique monétaire unique pour la fin de 1996, même si ces éléments pourront encore être précisés par la suite.

Peut-être verra-t-on un conflit entre les prérogatives du Conseil des gouverneurs de la BCE et le mandat confié à l'IME pour la préparation de la troisième phase. D'une part, il convient de laisser à la BCE la possibilité de faire les choix qui lui paraîtront appropriés au vu, entre autres, des caractéristiques des pays qui composeront la zone monétaire. D'autre part, il faut d'ores et déjà préciser le cadre réglementaire, organisationnel et logistique de l'action du SEBC, d'autant que les délais requis pour la mise en place de certains instruments peuvent être longs, tant du côté des banques centrales que de leurs contreparties. Cette contradiction apparente est résolue en laissant ouvertes un certain nombre d'options, tout en tenant compte des coûts liés à la mise en place de nouveaux instruments. De la sorte, la BCE ne devrait pas subir de contraintes excessives dans ses choix.

Les délais de préparation ont conduit l'IME à commencer l'élaboration du cadre opérationnel de la politique monétaire unique avant de définir les options stratégiques de cette politique, au sujet desquelles la discussion n'en est qu'à ses débuts. Dans les deux cas, la démarche consiste d'abord à accumuler des connaissances empiriques - en analysant en particulier les pratiques existantes dans l'Union européenne - et à définir un certain nombre de principes et de critères, ensuite à élaborer des schémas et à identifier leurs avantages et leurs inconvénients.

Les règles de base prescrites par le traité sur l'Union européenne sont peu nombreuses. Le traité assigne au SEBC un objectif principal : maintenir la stabilité des prix. Il lui impose aussi le respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre. Ces deux principes généraux reflètent un consensus sur l'abandon de pratiques qui prévalaient il y a un quart de siècle : le «réglage fin» de l'économie par la politique monétaire, exploitant une relation inverse pouvant exister à court terme entre inflation et chômage, et l'utilisation d'instruments d'ordre réglementaire tels que l'encadrement du crédit ou les restrictions de change. En matière d'organisation, les statuts du SEBC prévoient la centralisation des décisions de politique monétaire mais,

«dans la mesure jugée possible et adéquate», la décentralisation de leur exécution.

### *La stratégie de la politique monétaire du SEBC*

L'objectif principal du SEBC est défini sans ambiguïté par le traité sur l'Union européenne. Contrairement, par exemple, à la Réserve fédérale des Etats-Unis, à laquelle la loi donne pour objectifs à la fois le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme, le SEBC ne peut apporter son concours à la poursuite d'autres buts - comme le soutien de l'activité économique ou la stabilité du système financier - que sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix. Cette disposition du traité, qui est étroitement liée au haut degré d'autonomie assuré au SEBC, repose sur une triple conviction : primo, à long terme, la stabilité des prix permet de mieux atteindre d'autres objectifs, tels que la solidité du système financier et surtout une croissance durable ; secundo, la politique monétaire est l'instrument le plus approprié pour l'obtenir, car faute du carburant monétaire l'inflation ne peut persister ; tertio, cette politique sera plus efficace si on la confie à une banque centrale privée des tentations de l'activisme, afin de lever le soupçon d'incohérence temporelle. Les expériences malheureuses des années soixante-dix ont en effet renforcé l'opinion qu'à long terme, la monnaie est neutre ou même que l'inflation est nuisible à la croissance, que les tentatives de réglage fin de l'économie ne se soldent que par un surcroît d'inflation et qu'un relâchement de la discipline monétaire ne constitue d'aucune manière une solution au problème du chômage. Le rôle central joué désormais par les anticipations des agents économiques et par leur interprétation du comportement des banques centrales justifie aussi de confier les clés de la politique monétaire à une institution forte, capable de s'en tenir à une ligne de moyen et long terme.

125

Les mêmes considérations plaident en faveur de la définition d'une stratégie comportant un engagement annoncé plus précis que «l'objectif de stabilité des prix» assigné au SEBC par le traité. Le long débat sur la nécessité de soumettre la politique monétaire à des règles ou, au contraire, de la laisser à la discrétion de la banque centrale a, certes, abouti au rejet de règles trop rigides ou déterministes : agissant dans un environnement complexe, incertain et changeant, les autorités doivent pouvoir exercer leur jugement et, le cas échéant, réagir avec souplesse à des chocs imprévus. Toutefois, le débat a aussi mis en évidence les avantages d'un engagement ferme, de l'annonce d'objectifs assez précis. La conformité de l'action de la banque centrale à une telle stratégie annoncée en renforce la crédibilité et, par conséquent, l'efficacité. Seule une crédibilité suffisamment assurée autorise une certaine flexibilité. En

outre, la publication des objectifs est un complément de l'indépendance octroyée au SEBC, puisqu'elle permet aux agents économiques et aux instances démocratiques de mieux juger de son action. Elle contribue enfin à influencer les anticipations et à susciter une évolution des revenus et de la politique budgétaire qui soit compatible avec la stabilité monétaire : l'indépendance du SEBC ne signifie pas son isolement ; au contraire, la réussite de la politique monétaire requiert un large soutien.

S'il existe un consensus sur la nécessité d'annoncer des objectifs, les pratiques existantes sont néanmoins multiples dans l'Union européenne. La plupart des autorités monétaires se fixent des objectifs dits « intermédiaires », parce que situés entre les variables sur lesquelles la banque centrale exerce un contrôle direct, telles les conditions de ses propres crédits, et l'objectif final : il s'agit en l'occurrence de normes relatives soit au cours de change, soit à l'expansion d'agrégats monétaires. Au Royaume-Uni, en Suède et en Finlande, au contraire, aucun objectif intermédiaire n'est plus annoncé mais la banque centrale spécifie quantitativement l'objectif final, tout en publiant régulièrement des analyses sur l'inflation. Quelle que soit la stratégie, une grande importance est accordée non seulement au développement de la communication en direction du public mais aussi à la prise en compte des mécanismes de transmission des impulsions de politique monétaire : la banque centrale n'exerce évidemment pas de contrôle direct sur l'évolution des prix et ses actions ne l'influencent qu'au terme d'un délai parfois assez long. Dans le cas d'une stratégie dite indirecte, cette prise en compte se traduit par le choix d'une variable jugée particulièrement importante dans le processus de transmission. Dans le cas du ciblage de l'inflation, elle implique un effort de prévision de l'évolution des prix, car les actions de politique monétaire ne peuvent être dictées par la seule situation présente en matière d'inflation.

Les différences entre les stratégies en cause ne doivent pas être exagérées : une spécification de l'objectif final peut être plus ou moins explicitement incluse dans la fixation d'un objectif intermédiaire et les banques centrales adoptant un tel objectif - à l'exception de celles qui se fixent une cible de cours de change précise - considèrent aussi un ensemble d'indicateurs précurseurs de l'inflation. Toutefois, la spécificité de la stratégie indirecte tient au statut particulier conféré à l'une de ces variables.

L'avantage d'une telle stratégie réside dans sa transparence : la variable choisie comme objectif intermédiaire peut être observée sans délai trop important, de sorte que le public est en mesure de juger plus facilement de la conformité de l'action de la banque centrale à la ligne annoncée. D'autre part, la discipline ainsi imposée est relativement contraignante, ce qui peut renforcer la crédibilité de la politique anti-

inflationniste. Mais le succès de cette stratégie dépend à la fois du degré de contrôle que la banque centrale est capable d'exercer sur la variable choisie et de la stabilité du rapport entre cette variable et les prix.

L'avantage du ciblage direct de l'inflation, outre qu'il fournit une référence claire susceptible d'influencer les anticipations inflationnistes, est qu'il permet à la banque centrale de tenir compte de toute l'information disponible sur les divers facteurs influençant l'évolution des prix. Il faut cependant éviter que la prise en considération de la complexité et de l'incertitude ne suscite le soupçon de verser dans un éclectisme qui serve de paravent à un certain laxisme.

S'il est un objectif intermédiaire que se fixent de nombreuses banques centrales européennes, c'est le cours de change, du fait de leur participation au mécanisme de change du Système monétaire européen, au sein duquel se met en oeuvre une «coordination asymétrique». Il est toutefois improbable qu'un objectif de ce type guide la politique monétaire du SEBC. La future zone monétaire sera un espace économique plus grand et moins ouvert que les divers pays de l'Union, de sorte que le lien sera moins étroit entre les cours de change et les prix, et il est difficile d'imaginer une «monnaie d'ancrage» appropriée. Cela ne signifie pas que les considérations de change seront tout à fait écartées dans la conduite de la politique monétaire : d'une part, l'évolution du cours de l'euro aura encore des répercussions sur les prix intérieurs ; d'autre part, on ne peut préjuger de l'évolution du rôle des autorités à l'égard des cours de change sur le plan mondial, et, dans le cadre de l'Union européenne, un accord de change pourrait voir le jour entre la zone monétaire et les pays qui n'en feront pas partie dès le début de la troisième phase. Toutefois, les objectifs qui guideront l'orientation générale de la politique monétaire du SEBC seront certainement d'ordre intérieur.

Seules restent donc en lice une stratégie axée sur la fixation d'objectifs intermédiaires en termes d'agrégats monétaires et une stratégie de ciblage direct de l'inflation. Dans les deux cas, il s'agira bien sûr de grandeurs mesurées pour l'ensemble de la zone monétaire, car la politique monétaire est indivisible. C'est à la BCE qu'il reviendra de juger quelle est la méthode la plus appropriée, c'est-à-dire celle susceptible de garantir le plus efficacement la stabilité des prix et de bénéficier de la plus grande crédibilité. L'IME prépare cette décision par une réflexion de fond sur ce choix et des recherches empiriques sur la demande de monnaie et sur le processus de transmission des actions de politique monétaire.

Il est évidemment crucial d'asseoir la crédibilité du SEBC dès le début de la troisième phase. Une stratégie comportant l'annonce de normes pour l'expansion d'un agrégat monétaire bénéficie sans doute d'un a

priori positif dans la mesure où elle a fait ses preuves pendant longtemps en Allemagne. Dans maints autres pays, cependant, la relation entre les agrégats monétaires et les prix est devenue beaucoup moins stable, en raison surtout d'innovations financières. Les premiers résultats d'études actuellement menées au sein de l'IME font apparaître que la stabilité de la demande de monnaie - celle-ci étant définie au sens large - est plus forte au niveau européen que dans chacun des pays individuellement. La question du maintien d'une stabilité suffisante au début de la troisième phase reste ouverte.

Quelle que soit la stratégie finalement retenue, on peut être assuré du caractère anti-inflationniste de la politique monétaire du SEBC : critères de convergence, priorité absolue de l'objectif de stabilité des prix et indépendance du SEBC sont autant de précautions prises à cet égard par les auteurs du traité sur l'Union européenne.

### *Le cadre opérationnel de la politique monétaire du SEBC*

La préparation du cadre opérationnel de la politique monétaire du SEBC consiste à définir des instruments et procédures offerts au choix de la BCE, et utilisables quelles que soient ses options stratégiques. Le lien entre le choix d'une stratégie et d'un cadre opérationnel est assez lâche, surtout si l'on écarte la poursuite d'un objectif de cours de change. L'éventail des propositions ne peut évidemment être illimité, à cause du coût des travaux préparatoires, et l'IME doit préparer les décisions de la BCE en recherchant un consensus sur les avantages et inconvénients de divers systèmes.

L'examen des pratiques actuelles met en évidence un point commun fondamental : le respect croissant des principes de marché. Il est reconnu que des méthodes dirigistes comme l'encadrement du crédit étaient dommageables à l'allocation efficace des ressources. Le seul instrument d'ordre réglementaire encore utilisé par la plupart des banques centrales européennes est l'imposition de réserves monétaires ; encore s'agit-il d'un instrument structurel, exerçant un effet de levier d'une manière comparable au monopole d'émission des billets, et les coefficients de réserves obligatoires tendent-ils à converger vers le bas. C'est essentiellement par leur interaction avec les participants au marché monétaire que les banques centrales conduisent leur politique. Qui plus est, l'observation des modalités de cette interaction fait apparaître une convergence vers un recours important aux opérations dites d'open market, c'est-à-dire menées dans le marché à l'initiative de la banque centrale, plus particulièrement sous la forme de cessions-rétrocessions de titres, qui semblent prendre le pas sur les facilités permanentes de crédit.

Une autre caractéristique commune est que dans leur gestion du

marché monétaire, les banques centrales européennes tendent à mettre l'accent sur les prix plus que sur les quantités : elles choisissent comme «objectifs opérationnels» les taux d'intérêt du marché monétaire plutôt que le montant de la base monétaire. Un ciblage de la monnaie de base risquerait d'accroître inutilement la volatilité des taux d'intérêt à court terme, comme l'a montré l'expérience des États-Unis de 1979 à 1982. Le contrôle exercé par les autorités sur les taux d'intérêt n'est cependant pas total et son intensité peut varier selon les circonstances. En tout état de cause, il se limite généralement au segment le plus court du marché monétaire : plus les durées s'allongent, plus les taux dépendent des anticipations des opérateurs financiers. C'est donc dès les premiers stades que le processus de transmission des actions de politique monétaire se caractérise par une certaine complexité, propre aux systèmes de marché.

Dernière similitude méritant d'être relevée, la plupart des banques centrales conduisent leur politique monétaire au travers d'opérations en monnaie nationale recensées à l'actif de leur bilan. Lorsque l'évolution des «facteurs autonomes» - billets en circulation, réserves de change nettes et dépôts des administrations publiques auprès de la banque centrale - met les participants au marché monétaire en situation créditrice nette vis-à-vis de l'institut d'émission, des réserves monétaires obligatoires ou l'émission de titres - dont la durée est telle qu'il ne s'agit pas d'un instrument actif de politique monétaire - les remettent généralement «en Banque», c'est-à-dire en état de devoir recourir à l'octroi de fonds à très court terme par la banque centrale.

129

Si les points communs ne sont pas négligeables et tendent à se multiplier, on observe cependant aussi une grande diversité dans les pratiques actuelles des banques centrales en Europe. En l'absence d'un modèle unique, le travail mené au sein de l'IME a consisté à définir des principes directeurs pour le choix du cadre opérationnel de la future politique monétaire unique et à élaborer un nombre limité de schémas, que la BCE pourra juger à l'aune de ces divers critères et en tenant compte des caractéristiques de son environnement.

Certains des principes directeurs sont applicables à toute banque centrale, tandis que d'autres sont propres à la situation qui naîtra du processus d'unification monétaire. Parmi les premiers, l'efficacité opérationnelle est d'une importance capitale : les instruments et procédures de la politique monétaire doivent remplir de manière satisfaisante un certain nombre de fonctions nécessaires à l'action du SEBC. Il s'agit surtout de permettre à celui-ci de guider les taux d'intérêt du marché monétaire et de limiter leur volatilité ainsi que d'envoyer, de manière uniforme dans la zone, des signaux suffisamment précis et différenciés quant aux intentions de politique monétaire. En outre, le cadre opéra-

tionnel doit permettre d'agir sur la position structurelle de liquidité du secteur bancaire, que ce soit au travers d'un refinancement de base ou de l'absorption de liquidités excédentaires, et de recueillir des informations pertinentes sur l'évolution du marché. Un renforcement de l'influence exercée normalement par les taux d'intérêt sur les agrégats monétaires pourrait aussi être souhaitable, surtout si la BCE opte pour une stratégie indirecte et pour autant que la relation entre agrégats et prix n'en soit pas perturbée. Enfin, le cadre opérationnel pourrait contribuer au bon fonctionnement du système de paiements.

L'efficacité opérationnelle doit être conciliée avec le respect nécessaire du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre. Ces deux principes peuvent être complétés ou précisés par d'autres : égalité de traitement des contreparties, simplicité et transparence, maintien des coûts au plus bas tant pour le SEBC que pour ses contreparties.

Spécifique à une zone monétaire unifiée, le principe de décentralisation est présenté dans le traité, on l'a vu, assorti d'une réserve : «dans la mesure jugée possible et adéquate». Il est bien clair que l'unicité de la politique monétaire requiert que les décisions soient prises par la BCE - et le cadre opérationnel doit permettre au Conseil des gouverneurs de garder le contrôle de l'orientation de la politique monétaire entre ses réunions. Une marge d'autonomie limitée pourrait toutefois être laissée aux banques centrales nationales dans la définition de certaines modalités d'exécution de ces décisions. Encore faut-il qu'une harmonisation suffisante fasse pendant à la décentralisation, en vue d'éviter «l'arbitrage réglementaire», les délocalisations indésirables et la perte d'efficacité qui en résulterait. Cela dit, la décentralisation ne s'oppose pas nécessairement à l'efficacité opérationnelle, au contraire, puisqu'elle assure dans une certaine mesure la continuité par rapport à des systèmes nationaux qui ont fait leurs preuves.

L'unicité des conditions monétaires dans l'Union ne dépend pas des seules banques centrales. Elle implique avant tout le bon fonctionnement du marché monétaire. Les banques centrales ont une double responsabilité en la matière : atteindre un degré d'harmonisation assurant l'uniformité des signaux de politique monétaire et mettre sur pied un système de paiements permettant des transferts de liquidités rapides et peu coûteux entre pays - c'est le but du système TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer). Les banques pourront alors effectuer les arbitrages qui aboutiront à la formation de taux d'intérêt uniformes sur le marché interbancaire de la zone monétaire (pour des débiteurs de qualité égale).

Venons-en aux combinaisons d'instruments et de procédures retenues au stade actuel de la réflexion, sans tenter de les confronter systé-

matiquement aux divers principes énoncés ci-dessus - au lecteur d'exercer son jugement - et en commençant par les instruments qui ne suscitent guère de controverses.

Le SEBC devra de toute évidence être à même d'effectuer des opérations d'open market, puisqu'il s'agit du moyen privilégié, en raison de sa flexibilité et de sa conformité aux principes de marché, par lequel les banques centrales guident actuellement les taux d'intérêt du marché monétaire. L'expression désigne un vaste ensemble d'opérations, qui pourront différer notamment quant à leur effet sur le marché monétaire - octroi ou retrait de liquidités -, quant à leur forme - cessions-rétrocessions de titres, achats et ventes fermes de titres, «swaps» de devises, émissions de titres par le SEBC, etc. -, quant à leur fréquence et leur régularité, quant à leur publicité et quant aux modalités de la fixation des prix et des quantités - par exemple, adjudications «en volume» (à taux préannoncés), à la hollandaise ou à l'américaine. Les cessions-rétrocessions de titres, utilisées sous diverses appellations par toutes les banques centrales de l'Union, seront probablement le principal instrument du SEBC, surtout parce qu'elles permettent de choisir plus facilement la durée des opérations et que le risque lié aux titres ainsi acquis ne se matérialise qu'en cas de défaut de la contrepartie. Le principe de la centralisation des décisions amènera la BCE à fixer les principaux paramètres des opérations. Cependant, en fonction notamment des possibilités offertes par les techniques de télécommunication, les banques centrales nationales pourront accomplir des tâches d'exécution, telles que la collecte des offres ou la vérification des garanties, et rester les interlocuteurs des participants au marché monétaire. Une décentralisation de ce type est peut-être plus facile pour des opérations régulières que pour le réglage fin de la liquidité. L'IME s'attelle à préparer le cadre logistique nécessaire à la tenue d'adjudications à l'échelle de l'union monétaire.

131

Le SEBC devra aussi pouvoir ouvrir des facilités permanentes de crédit et de dépôt, lui permettant d'octroyer et d'absorber des fonds «au guichet» à des taux annoncés qui pourraient signaler les intentions de politique monétaire. Un financement marginal à un taux supérieur à celui du marché sera vraisemblablement offert en vue de fournir des liquidités en fin de journée. Une facilité de dépôt à un taux inférieur à celui du marché pourrait l'accompagner. A condition que le recours à ces facilités ne soit pas limité en volume, les deux taux formeraient un couloir bornant les fluctuations des taux du marché à très court terme. La gestion de tels instruments peut être aisément décentralisée.

Il existe dans certains pays une facilité de crédit à un taux inférieur à celui du marché, à laquelle chaque établissement a un accès limité, le plus souvent sous la forme du réescompte d'effets de commerce. Dans

d'autres pays, au contraire, le crédit d'escompte a quasiment disparu. La mise à la disposition du SEBC d'un instrument reprenant certaines des caractéristiques de ce type de facilités - à savoir surtout un refinancement de base d'une durée supérieure au très court terme et l'utilisation de papier privé - est à l'examen.

La question de la sélection des titres éligibles pour les opérations de politique monétaire est ainsi posée. En vue de concilier les principes d'harmonisation et d'égalité de traitement, d'une part, de décentralisation et de continuité, d'autre part, l'on s'oriente vers une sélection à deux volets : une liste «européenne», qui ne comprendrait que des titres négociables répondant à certains critères fixés par la BCE, serait complétée par des listes «nationales», établies sous la responsabilité des banques centrales nationales dans le cadre de directives générales de la BCE. Dans les deux cas, aucune discrimination ne pourrait résulter en soi du caractère privé ou public du débiteur, et la sécurité des transactions devrait être assurée. Les opérations fermes d'achat et vente ne porteraient que sur les titres de la première liste.

Une autre question concernant à la fois les opérations d'open market et les facilités permanentes est celle du choix des contreparties, pour lequel divers critères pourraient être pris en considération : l'obligation, le cas échéant, de constituer une réserve monétaire (voir ci-après), une surveillance prudentielle suffisante, un rôle actif dans le marché monétaire, la participation aux systèmes de paiements. Divers arguments plaident en faveur d'un large éventail de contreparties. Il importe que les critères de choix soient suffisamment harmonisés pour ne pas créer de distorsions de concurrence.

Il serait possible au SEBC de conduire la politique monétaire au moyen des seules opérations d'open market et facilités permanentes de crédit et de dépôt, et ce sera d'ailleurs l'un des systèmes proposés à la BCE. S'il souhaite stabiliser les taux d'intérêt, le SEBC devra, dans un tel cadre, soit fixer une marge très étroite au moyen des taux des facilités de crédit et de dépôt, soit procéder à de très fréquentes opérations d'open market en vue du réglage fin de la liquidité.

Il est aussi possible de mettre sur pied un mécanisme de stabilisation automatique de l'effet des fluctuations des «facteurs autonomes» sur les taux d'intérêt, de sorte que le SEBC ne doive effectuer qu'occasionnellement des interventions de réglage fin. Un tel mécanisme peut résulter d'une contrainte de portefeuille, imposée par le SEBC, à respecter en moyenne sur une période, qu'il s'agisse de constituer une réserve monétaire ou seulement d'atteindre l'équilibre dans les comptes du SEBC - auquel cas des découverts temporaires seraient permis. En effet, des chocs passagers dans la liquidité - par exemple, des variations de la demande de billets - peuvent alors être absorbés par des mouvements

dans les comptes du SEBC, ce qui réduit la volatilité des taux d'intérêt du marché monétaire. Par comparaison au système qui se limite à la «panoplie de base» des instruments de politique monétaire, ceux qui comportent une contrainte de portefeuille obtiennent sans doute de moins bons scores en termes de simplicité, de compression des coûts et de conformité aux principes de marché mais de meilleures notes quant à la décentralisation, l'égalité de traitement et la conformité avec le processus de décision du SEBC.

En tout état de cause, les réserves monétaires obligatoires figureront parmi les instruments que la BCE pourrait décider d'utiliser. Elles sont d'ailleurs actuellement d'application, selon des modalités très diverses, dans onze des pays de l'Union et sont explicitement mentionnées dans les statuts du SEBC. Outre la fonction stabilisatrice déjà évoquée, elles contribuent, qu'elles soient rémunérées ou non, à élargir le besoin des participants au marché monétaire de recourir au crédit de la banque centrale. Quand elles ne sont pas rémunérées au taux du marché, elles peuvent de surcroît renforcer le contrôle exercé sur la masse monétaire en accroissant l'élasticité de la demande de monnaie par rapport aux taux d'intérêt : elles induisent en effet un écart entre les taux alloués par les banques sur les passifs monétaires constituant leur assiette et les taux du marché monétaire. Toutefois, si elles suscitent une délocalisation ou une désintermédiation indésirable d'activités financières, la signification de l'agrégat monétaire peut en être perturbée.

133

Un système éventuel de réserves monétaires obligatoires doit comprendre de nombreuses spécifications : établissements soumis à l'obligation, catégories de dettes formant l'assiette de la réserve, coefficients, mode de calcul, rémunération, etc. Certaines dispositions ne peuvent être prises par le SEBC qu'en application d'un règlement du Conseil. Une autre contrainte concerne l'information disponible pour le calcul de l'assiette : l'IME n'envisage pas de mettre en vigueur des obligations de rapport excédant celles imposées à des fins statistiques.

Les décisions de la BCE quant à l'imposition de réserves monétaires et, le cas échéant, quant aux caractéristiques du système seront prises en tenant compte des fonctions qu'un tel instrument peut exercer, des possibilités offertes par d'autres instruments à cet égard et des incidences possibles en termes de délocalisation et de désintermédiation d'activités financières. Les évolutions récentes indiquent que les banques centrales sont soucieuses de limiter la taxation implicite résultant de réserves obligatoires non rémunérées ou rémunérées au-dessous des taux du marché. Telles sont les grandes lignes des travaux préparatoires relatifs à la politique monétaire du SEBC. Une incertitude concernant la

configuration de cette politique régnera inévitablement jusqu'à la mise en place de la BCE. Néanmoins, le travail en cours au sein de l'IME a déjà abouti à un accord sur des principes directeurs et à l'élaboration d'un nombre limité de schémas, même si de nombreuses questions restent ouvertes.

Rappelons brièvement les principales options. La BCE devra effectuer un choix, documenté par une réflexion et des recherches empiriques préalables, entre une stratégie axée sur l'annonce d'objectifs pour l'expansion d'un agrégat monétaire et une stratégie de ciblage direct de l'inflation. En ce qui concerne le cadre opérationnel, elle devra juger de l'opportunité d'imposer des réserves monétaires - assorties d'un calcul de moyennes afin de leur conférer une fonction stabilisatrice - et, le cas échéant, de les rémunérer ou, au contraire, de les utiliser afin de renforcer l'élasticité de la demande de monnaie aux taux d'intérêt. En tout état de cause, les opérations d'open market, en particulier les cessions-rétrocessions de titres, constitueront vraisemblablement le principal instrument de la politique monétaire du SEBC. Elles seront sans doute accompagnées de facilités permanentes de crédit et de dépôt. Quant à l'organisation de la conduite de la politique monétaire, les décisions seront prises par la BCE mais les diverses banques centrales nationales seront impliquées dans leur exécution.

134

Le passage à l'union monétaire, s'il comporte des coûts d'adaptation, est aussi l'occasion de choisir les systèmes les plus efficaces. Les coûts de la transition seront maintenus au plus bas grâce à une préparation minutieuse qui permettra notamment à la BCE de faire les choix assurant le plus d'efficacité et de crédibilité à la poursuite de l'objectif de stabilité des prix.