

L'EURO FETE SON 10E ANNIVERSAIRE – LA BCL AU SERVICE DE L'ECONOMIE ET DES CITOYENS LUXEMBOURGEOIS

par Monsieur Yves Mersch, Président de la Banque centrale du Luxembourg

Conférence Inter-Lycées, Lycée technique du centre, 25 avril 2005

Seule la parole prononcée fait foi

Pour mon intervention devant vous, vos professeurs m'ont proposé l'exercice de style suivant : nous projeter au 1er janvier 2012. Je vais tenter de m'y tenir en vous présentant mes hypothèses de travail concernant le contexte dans lequel nous nous trouverons à cette date. Je distinguerai 3 cadres :

1. Le cadre européen
2. Le cadre de l'Eurosystème ; et
3. Le cadre des décisions déjà prises par l'Eurosystème et qui entreront en vigueur d'ici 2012

Dans le cadre européen, je vois à la fois une évolution institutionnelle et une évolution économique. D'un point de vue institutionnel, je vais admettre que le traité constitutionnel a été adopté et est entré en vigueur. Cela signifie qu'à l'avenir l'intégration des institutions, des marchés et des infrastructures aura été renforcée, mais également que la construction européenne aura progressé dans les domaines tels que la justice et la défense ou la représentation externe. L'Union européenne devrait alors compter 27 membres après l'adhésion de la Roumanie et de la Bulgarie. Les autres pays voisins de l'UE auront probablement signé des contrats de coopération renforcée.

Quant à l'évolution économique, je partirai aussi du principe que ce qui a été dit et promis sera fait. Je pense en particulier à l'ouverture et à l'eupéanisation des marchés de l'énergie, des télécommunications et des banques. Je suppose également que dans les secteurs du rail et des routes, la dimension et l'interconnexion européenne aura été améliorée, ce qui devrait mener à une plus grande mobilité au sein de l'Union européenne, à l'image de la mobilité atteinte dans le secteur de l'éducation avec la reconnaissance des diplômes. Par ailleurs, les régions auront probablement un rôle économique renforcé d'ici là. Pour l'instant, un seul point d'importance crée une incertitude : la question du nouveau budget européen qui n'a toujours pas été réglée.

Deuxièmement, dans le cadre de l'Eurosystème, j'estime selon les plans annoncés qu'il y aura 22 pays ayant adopté l'euro en 2012, en calculant que l'Angleterre, la Suède et le Danemark n'auront pas souhaité l'introduire et que la Bulgarie et la Roumanie ne seront pas encore prêtes à cette date. Cela aura un impact sur l'organisation du droit de vote au sein du Conseil des gouverneurs. Cet organe, qui définit la politique monétaire de la zone euro, se compose des gouverneurs des banques centrales nationales de la zone euro et des 6 membres du Directoire de la BCE. En 2012, cela fera donc 28 membres au total. Au sein du Conseil des gouverneurs, le principe du « un homme, une voix » est de rigueur. Au début 2003, seule une modification de la fréquence de vote a été décidée dans l'optique de l'agrandissement du Conseil des gouverneurs. Le but de cette modification était de préserver à l'avenir la capacité du Conseil des gouverneurs à prendre efficacement et rapidement les décisions dans une zone euro élargie. D'ici 2012, un système de rotation des périodes d'exercice du droit de vote entre les gouverneurs siégeant au Conseil des gouverneurs sera mis en place. Les 22 gouverneurs seront répartis en trois groupes. Dans chaque groupe, une rotation égalitaire sera effectuée afin que chaque gouverneur puisse voter à une fréquence raisonnable. Grâce à l'importance de la place financière luxembourgeoise, la BCL devrait faire partie du deuxième groupe (9 gouverneurs).

Ceci n'est cependant pas la seule évolution que subira l'Eurosystème d'ici 2012. La discussion sera déterminée par la recherche de l'équilibre :

- Entre centralisation et décentralisation ou concentration et déconcentration (spécialisation)
- Entre compétences européennes et nationales (principe de subsidiarité)
- Entre tâches dévolues à l'Eurosystème et leurs interactions avec celles exercées par d'autres institutions comme le Conseil des ministres ou la Commission p.ex. en matière de stabilité financière ou de déficits publics.

En pratique cela peut correspondre à résoudre la question de savoir si les appels d'offres concernant le matériel informatique doivent – et peuvent - être faits en commun ou pas. Un sujet très important va bientôt être discuté. En effet, la répartition du revenu monétaire telle qu'elle est prévue aujourd'hui est valable jusqu'en 2007 et devra être renégociée.

Troisièmement, et pour clore cette partie sur mes hypothèses quant au futur, un certain nombre de décisions opérationnelles ont déjà été prises par l'Eurosystème allant dans le sens de la cohésion et de gain d'efficacité. Leur mise en œuvre s'étale de 2005 à 2015. Elles concernent tous les domaines, comme :

- La production de billets
- La gestion de réserves
- Les garanties acceptées pour donner des crédits aux banques
- Une plate-forme commune pour transférer les paiements de gros montant
- Un environnement plus convivial pour le consommateur pour les virements, domiciliations, transferts électroniques, cartes de crédit
- De meilleures informations statistiques
- Un rôle plus actif de l'Eurosystème dans le processus législatif et en matière de stabilité financière
- Etc.

Vous pouvez le constater, beaucoup de chantiers sont en cours et en 2012, l'Eurosystème n'aura plus tout à fait le même visage qu'en 2005. Et pourtant, au jour d'aujourd'hui, on peut déjà constater le long chemin parcouru depuis l'introduction de l'euro.

L'évolution des missions de la BCL

La BCL a été créée le 1er juin 1998, en même temps que la BCE. Jusqu'alors, le Luxembourg ne disposait pas de banque centrale et la création de la BCL s'est faite sur la base de l'Institut monétaire luxembourgeois. Dès le début, la mission principale de la BCL a consisté en la participation à l'exécution des missions de l'Eurosystème. Elle exerce également les tâches confiées par sa propre loi organique ou par d'autres textes législatifs, réglementaires ou conventionnels. La BCL a toujours opéré aussi bien à un niveau supranational, celui de la zone euro, qu'à un niveau national. Je ne peux donc pas parler de l'évolution des missions de la BCL, sans parler des missions de l'Eurosystème.

Participer aux missions de l'Eurosystème

L'Eurosystème, composé des BCN des pays ayant adopté l'euro et de la BCE, a plusieurs missions fondamentales établies par le Traité de Maastricht :

- la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire,
- la conduite des opérations de change,
- la détention et la gestion des réserves officielles de change des Etats membres, ainsi que
- la promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement.

En outre, il contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier. Il assure aussi la collecte des informations statistiques nécessaires à l'exécution de ses missions et l'émission de billets de banque dans la zone euro. C'est donc à ces missions que la BCL doit participer.

Elles sont multiples, mais l'objectif principal est unique : la stabilité des prix. Néanmoins, sans préjudice de l'objectif principal, l'Eurosystème apporte également son soutien aux politiques économiques générales de la Communauté, dont la croissance est un des objectifs. La stabilité des prix est un objectif essentiel dans les missions de toute banque centrale moderne, mais n'est pas classé de la même manière dans chaque banque centrale. Alors qu'il constitue l'objectif principal de l'Eurosystème, aux Etats-Unis par exemple, il est considéré à pied d'égalité par le Système fédéral de réserve avec l'objectif d'emploi maximum et des taux à long terme modérés.

Alors pourquoi avoir choisi une telle approche ? Parce que la stabilité des prix est un bien public ! Pour faire simple :

1. Dans un environnement de stabilité des prix, le marché est en mesure d'allouer les ressources de manière efficiente. En effet, la variabilité des prix complique l'évaluation des prix. Cette incertitude augmente la probabilité d'erreurs des agents économiques. Par exemple, la comparaison des prix devient plus difficile et il se peut que l'on n'achète pas un produit au meilleur prix.

2. Il est également important de limiter l'érosion monétaire (i.e. la perte de valeur de la monnaie) afin de conserver le pouvoir d'achat des agents économiques, ce qui favorise la consommation, l'investissement et par ricochet la croissance et l'emploi.

Dans l'articulation de notre objectif principal avec le soutien aux politiques économiques générales de la Communauté, il convient de souligner que la stabilité des prix et le soutien à l'économie réelle ne doivent pas être considérés comme étant exclusives mais, au contraire, complémentaires. En effet, comme je viens de l'expliquer, la stabilité des prix est la meilleure contribution dans le moyen terme à une croissance soutenable et créatrice d'emplois. Le maintien de la stabilité des prix, en évitant d'introduire une volatilité inutile, contribue à créer des conditions favorables pour la croissance et l'emploi.

Par ailleurs, de nombreux économistes ont démontré que la fixation d'objectifs secondaires avait des conséquences négatives d'un point de vue de leur faisabilité en pratique et également quant à des considérations de nature économique. A long terme, il n'existe pas d'arbitrage entre l'inflation et la croissance. En effet :

1. Cet arbitrage existe dans le court terme, mais engendre dans le long terme plus d'inflation, sans croissance et emploi supplémentaires.
2. Alors que les inflexions de la politique monétaire induisent un effet dans le court terme sur la production globale de la zone euro, la production retourne à terme à un niveau très proche de son niveau initial.
3. L'impact de la politique monétaire sur les prix est plus modéré dans le court terme, mais persiste dans le temps. Toute tentative d'utiliser la politique monétaire dans le court terme doit donc être évitée.

Soit dit en passant : C'est pour cette raison que la politique monétaire doit être confiée à une banque centrale indépendante, les pouvoirs politiques, en quête de suffrages dans le court terme aux échéances électorales, pouvant plus facilement céder à cette tentation.

Enfin, je souhaite insister sur le fait que l'inflation a un coût :

1. L'investissement a tendance à aller vers le secteur financier et vers des actifs neutralisant les effets de l'inflation et ce au lieu de se diriger vers la production.
2. Elle a un coût fiscal pour tous les contribuables, car les salaires suivent son évolution et ce encore plus dans un pays comme le Luxembourg où l'indexation des salaires existe encore. En augmentant le revenu nominal des contribuables, elle fait augmenter le taux d'imposition de chacun dans le cadre d'un taux de l'impôt progressif qui, lui, n'est pas indexé avec la même régularité. Ce qui est gagné d'un côté est donc perdu de l'autre.

Je viens de mentionner que l'indépendance des banques centrales était une bonne chose. Il faut cependant préciser que cette indépendance n'est pas sans contrepartie. Les banques centrales doivent en effet pratiquer la transparence et rendre des comptes aux corps démocratiquement élus, mais également au grand public. En particulier, afin de permettre au public de mieux évaluer la performance de l'Eurosystème dans l'accomplissement de cette mission, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de définir la stabilité des prix. Depuis 2003, celle-ci est définie sur le moyen terme comme correspondant à une inflation inférieure à, mais proche de, 2% pour l'ensemble de la zone euro. Le fait que la stabilité des prix se définisse par rapport à l'ensemble de la zone euro implique que le Conseil des gouverneurs n'agit pas en fonction de taux d'inflation existant dans les différents pays. Quant à la perspective du moyen terme, comme je l'ai expliqué, elle souligne que la politique monétaire n'a pas d'effets à court terme sur les prix. J'ajouterai qu'il faut savoir que l'impact d'une modification du taux d'intérêt officiel sur les prix se fait avec un décalage dans le temps d'en moyenne 12 à 18 mois.

Le Conseil des gouverneurs évalue les risques pour la stabilité des prix en fonction de deux piliers. Le premier pilier comprend une analyse monétaire sur le long terme et vise, en résumé, à surveiller la croissance de la quantité de monnaie, car celle-ci est étroitement liée à la question de l'inflation. Le deuxième pilier de la stratégie consiste en l'analyse d'un large éventail d'indicateurs économiques et financiers pouvant donner des informations sur l'évolution future des prix.

Pour atteindre son objectif, une banque centrale n'exerce pas une influence directe sur les prix, mais plutôt sur les taux d'intérêt. Certains appellent cela le « loyer de l'argent ». La politique monétaire unique est ainsi fondée sur la fixation du niveau du taux d'intérêt à court terme et du volume des liquidités octroyées aux établissements de crédit et par ricochet aux particuliers et à l'ensemble de l'économie. En effet, la modification du taux d'intérêt appliqué aux banques commerciales, décidée par le Conseil des gouverneurs de la BCE, se répercute sur les conditions offertes à leurs propres clients.

Alors que les décisions sur les taux sont centralisées au niveau du Conseil des gouverneurs, l'exécution des décisions est décentralisée au niveau des banques centrales nationales, ces dernières formant ensemble, sur un pied égalitaire, le bras opérationnel de l'Eurosystème. C'est ici que commence la participation de la BCL aux missions de l'Eurosystème.

Dans ce contexte, la BCL réalise des opérations sur les marchés financiers (opérations d'open market). Cela signifie en pratique qu'elle accorde des crédits aux établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise qui en ont besoin. En garantie, elle reçoit des titres en dépôt. Pour faire très simple, le taux de ces crédits accordés aux banques commerciales est fixé une fois par mois par le Conseil des gouverneurs. Si le taux est élevé, les agents économiques demanderont moins de crédit et s'il est bas, ils en demanderont plus. Le Conseil des gouverneurs peut donc freiner ou accélérer la demande de monnaie par ce biais.

La BCL dispose également d'un instrument d'ordre réglementaire qui consiste à imposer aux établissements de crédit la constitution de réserves obligatoires auprès de la BCL. En augmentant ou diminuant le montant de ces réserves obligatoires, la BCE et les banques centrales nationales influent sur la nécessité pour les établissements de crédits de se refinancer, c'est-à-dire de demander un crédit, auprès de leur banque centrale nationale.

Ces opérations de politique monétaire au sein de l'Eurosystème sont véhiculées par un système de paiement appelé TARGET. Ce système est actuellement composé d'une interconnexion de systèmes nationaux de règlement brut en temps réel. Au Luxembourg, ce système national s'appelle LIPS-Gross. La BCL assure aussi bien le suivi des développements apportés aux systèmes existants que l'exécution des paiements. Avec l'arrivée de TARGET2 en 2007, les banques centrales nationales n'auront plus l'obligation de gérer leur propre système de paiement de gros montant. Elles pourront faire usage d'une plate-forme partageable. Cependant, chaque banque centrale nationale préservera la relation avec « ses » propres participants. Le partage de l'infrastructure technique permettra une harmonisation des services et une réduction des coûts grâce aux économies d'échelle.

Sur les marchés financiers, et encore plus dans le contexte des opérations de politique monétaire, les systèmes de paiement sont indissociables des systèmes de compensation et de règlement-titres. Le règlement des opérations sur titres implique deux flux : livraison de titres et paiement. Alors qu'initialement, la livraison de titres se faisait sous une forme physique, la grande majorité se fait aujourd'hui de manière dématérialisée, sous formes d'écritures comptables. Les titres sont localisés auprès de dépositaires centraux de titres. Les titres donnés en garantie par les banques à la BCL sont ainsi déposés auprès de Clearstream. Ceci dit, les banques ne peuvent pas donner n'importe quel titre en garantie. Jusqu'à présent, chaque banque centrale nationale a établi une liste de titre qu'elle était prête à accepter en dépôt de garantie. Pour simplifier ce système, les banques centrales des pays ayant adopté l'euro tentent de s'accorder sur une liste unique pour tout l'Eurosystème. Cela est d'ailleurs plus dans l'esprit de la construction européenne.

Les banques centrales s'inquiètent également de la stabilité financière. Il faut relever celle-ci est indissociable de la stabilité des prix. La stabilité des prix, en ancrant les anticipations des agents, contribue à la stabilité financière. A l'inverse, l'instabilité financière peut compromettre la stabilité des prix. Ainsi, par exemple, une crise de change peut engendrer une dépréciation du taux de change et générer une inflation importée.

La mission attribuée à l'Eurosystème en matière de stabilité est double :

- contribuer aux politiques menées par les instances compétentes en matière de supervision prudentielle des établissements de crédit et de stabilité du système financier ; et
- promouvoir le fonctionnement sans heurts des systèmes de paiement.

Cette implication des banques centrales dans la stabilité financière est justifiée par 3 arguments :

1. La combinaison du rôle de création de monnaie des banques centrales et de la participation des banques commerciales dans ce processus de création de monnaie
2. Les liquidités détenues par les banques commerciales représentent une grande partie du total des liquidités ; et
3. Les banques centrales ont besoin de vérifier la qualité de leurs contreparties, non seulement parce qu'elles traitent avec ces dernières, mais également pour assurer le bon fonctionnement du système financier.

La BCL a donc mis en place des indicateurs macroprudentiels ayant pour objet de suivre l'évolution globale du système financier luxembourgeois.

Durant les six premiers mois de son existence, la BCL a même incorporé l'activité de surveillance micro-prudentielle, c'est-à-dire des institutions financières individuelles. La loi a ensuite confié cette surveillance à la Commission de surveillance du secteur financier. Le Luxembourg est le seul pays de l'Union européenne où cette séparation engendre une absence totale de coordination bilatérale entre la supervision micro-prudentielle et macro-prudentielle. Cette configuration institutionnelle a engendré une situation, non préméditée, où la stabilité financière ne revêt plus le statut de bien public, à contre-courant du processus de globalisation financière en général et diminuant encore le faible poids du Luxembourg sur la scène internationale.

Comme nous l'avons vu, les systèmes de paiement comme TARGET2 permettent des paiements effectués de manière sûre et dans les délais requis. Ils contribuent ainsi au bon développement économique et contribuent à la stabilité financière. Symétriquement, ils constituent une source importante d'instabilité financière. Du fait de l'importance des montants acheminés par leur biais, un manquement d'une contrepartie peut provoquer un effet domino qualifié de risque systémique. Le législateur en a conféré la surveillance de principe à la CSSF et par exception à la BCL. Dans le cadre des systèmes de paiement auxquels elle participe, la BCL a toujours veillé à la conformité des systèmes aux normes et recommandations internationales en vigueur.

L'émission et la mise en circulation de signes monétaires est une autre mission de l'Eurosystème à laquelle la BCL participe. Traditionnellement, la monnaie assure les fonctions de moyen de paiement, de réserve de valeur et d'unité de compte. L'euro a été mis en circulation fiduciaire en 2002. Cette forme incarne implicitement un élément essentiel inhérent à la monnaie : la confiance, nécessaire à l'acceptation d'une monnaie. Ainsi, les banques centrales ont une fonction primordiale à jouer dans la construction et la conservation du capital confiance liée à une monnaie :

- Garantir une érosion monétaire faible afin de garantir le pouvoir d'achat d'une monnaie ;
- Garantir la qualité et l'incorporation de bons éléments de sécurité dans les billets afin de favoriser leur longévité et d'assurer la protection contre la contrefaçon et ;
- Assurer une alimentation adéquate de l'économie en signes monétaires.

Le premier impératif constitue, nous l'avons vu, l'objectif principal de l'Eurosystème. Les signes de sécurité sont quant à eux le fruit de techniques sophistiquées et font de l'euro un billet au moins aussi sûr que le plus sûr des billets ayant circulé précédemment dans les espaces monétaires nationaux. La BCL émet et met en circulation les billets en euros, mais ne fait que mettre en circulation les pièces, pour le compte et au nom du Trésor de l'Etat, dont l'émission incombe à ce dernier à ce jour.

La BCL exerce également une fonction essentielle dans le cadre de la collecte de statistiques, indispensable dans la stratégie ainsi que dans l'exécution de la politique monétaire. Par exemple, la BCL compile les données nationales de l'indicateur monétaire large. Ces données sont ensuite agrégées au niveau de la zone euro et constituent la base analytique du premier pilier de la stratégie de politique monétaire. Elle collecte et fournit aussi un grand nombre de statistiques économiques et financières à l'Eurosystème, utilisées dans le cadre du deuxième pilier. Dans le cadre de la politique monétaire, le calcul ainsi que le suivi des réserves obligatoires à constituer par les contreparties auprès de la BCL est primordial.

Les missions nationales de la BCL

Outre ses missions liées à l'Eurosystème, la BCL a également un certain nombre de missions au niveau national. Pour prolonger la question des statistiques, la BCL produit des statistiques sur la place financière dont l'utilisation est essentiellement cantonnée à un niveau national. Par ailleurs, la BCL a été chargée par le législateur de mettre en place, ensemble avec le STATEC, la balance des paiements du

Luxembourg. Au-delà d'un simple relevé statistique des transactions économiques d'une zone économique avec le reste du monde, la balance des paiements présente un intérêt majeur pour la politique économique d'un pays.

La BCL, comme toute banque centrale, dispose d'un département de recherche. A ce titre, elle participe au débat économique national. Son indépendance lui permet de faire des analyses sans subir de pression politique. Au Luxembourg, ces études sont les seules qui soient faites de manière régulière et qui alimentent ainsi les débats économiques d'actualité du pays.

L'implication de la BCL porte aussi sur deux autres domaines : assistance technique et offre de services à des banques centrales ne faisant pas partie du SEBC ainsi qu'à des institutions internationales, voire supranationales. En termes de services financiers, la BCL offre pour les mêmes catégories d'institutions son savoir-faire en matière de gestion de réserves.

Enfin, en tant qu'institution ancrée dans le paysage financier luxembourgeois, la BCL tient à impliquer étroitement les acteurs économiques. Afin d'instaurer un dialogue, la BCL a mis en place divers comités de travail dont elle assure l'organisation notamment dans les domaines des statistiques, des opérations de marché, des systèmes de paiement...

Toutes ces activités, européennes comme nationales, devraient évoluer d'ici 2012 en fonction de l'évolution des cadres que je vous ai présentés au début de mon discours. Cette évolution n'est cependant pas acquise et le Conseil des gouverneurs reste vigilant.

Je suis maintenant à votre disposition pour les questions que vous souhaitez me poser et vous remercie pour votre attention.