

ACTUALITÉS ET DIVERS

Actualités et Divers

Actualités et Divers

Actualités et Dive



---

## **4 ACTUALITÉS ET DIVERS**

---

|   |            |
|---|------------|
| <b>4.1 LES COMMUNIQUÉS DE LA BCL</b>  | <b>103</b> |
| 4.1.1 Nouveau site internet de la BCL   | 103        |
| 4.1.2 Jours de fermeture de la BCL en 2000  | 104        |
| <br>  |            |
| <b>4.2 LES CONFÉRENCES</b>  | <b>105</b> |
| 4.2.1 The IMF's role in a changing world and changing markets – Dr. Johann Prader, Alternate Executive Director of the IMF, Luxembourg, 13 October 1999 | 105        |
| 4.2.2 Dix mois d'Eurosystème – Christian Noyer, Vice-Président de la BCE, Luxembourg, 25 octobre 1999   | 111        |
| 4.2.3 Funktionen der Europäischen Zentralbank – Yves Mersch, Präsident der BCL, Hochschule Bremen, 5. November 1999                                     | 116        |
| <br>  |            |
| <b>4.3 LES PUBLICATIONS DE LA BCL</b>   | <b>124</b> |
| <br>  |            |
| <b>4.4 LES DOCUMENTS RÉCENTS PUBLIÉS PAR LA BCE</b>   | <b>125</b> |
| <br>  |            |
| <b>4.5 LA LISTE DES ABRÉVIATIONS</b>  | <b>127</b> |

## 4.1 LES COMMUNIQUÉS DE LA BCL

### 4.1.1 Nouveau site Internet de la BCL

Communiqué du 30 novembre 1999

La Banque centrale du Luxembourg (BCL) a le plaisir de vous annoncer le lancement de la nouvelle version de son site internet à l'adresse suivante: [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu).

Cette nouvelle version vise à présenter au public la Banque centrale du Luxembourg, membre du Système européen de banques centrales. Support de communication privilégié, l'internet permet à la BCL de diffuser dorénavant à un plus large public ses informations, communiqués, études ainsi que ses statistiques relatives au secteur financier national.

Dans une première partie, le site comporte six rubriques.

Tout d'abord, la rubrique «Actualités», accessible à partir de la page d'accueil, contient les informations majeures relatives à la Banque centrale et sera mise à jour régulièrement.

Sous la rubrique «Documents», le public peut consulter notamment les communiqués de la Banque; les publications telles que le Rapport annuel et les Bulletins de la BCL peuvent être téléchargées en format PDF. Le lien «Publications de la BCE» permet d'accéder rapidement aux documents officiels publiés par la Banque centrale européenne.

La rubrique «Etudes et discours» livre le résultat des analyses réalisées par la BCL ainsi que les textes de discours tenus par les membres de la Direction lors de manifestations extérieures.

La rubrique «Statistiques» a pour objectif de fournir au monde financier des statistiques nationales, telles qu'elles sont aussi présentées dans le Bulletin de la BCL. En mettant à profit les avantages qu'offre l'internet, la Banque a pour objectif de mettre à disposition des informations récentes et régulièrement actualisées. Ces informations statistiques sont mises à disposition en format EXCEL 97. D'autre part, deux liens (l'un vers le STATEC, l'autre vers EUROSTAT) permettent également de compléter les informations ainsi obtenues par des données nationales et européennes.

La rubrique «Euro: Généralités» permet l'accès, d'une part à l'essentiel des textes juridiques relatifs à l'Union économique et monétaire et à la monnaie unique, d'autre part à des informations plus pratiques relatives à l'euro (campagne d'information, production des billets). La publication «EuroPratique» éditée l'an dernier par la Banque peut être téléchargée en format PDF.

Finalement, la rubrique «Billets et pièces» offre la possibilité de visualiser les signes monétaires luxembourgeois ayant cours légal au Grand-Duché, ainsi que les signes monétaires européens qui seront mis en circulation à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2002.

La deuxième partie du site de la Banque centrale comporte des rubriques fonctionnelles, traditionnellement offertes sur internet, tel que le plan du site et la fonction de recherche.

A travers la rubrique «Contactez-nous», les visiteurs et utilisateurs peuvent contacter directement les différents départements (par e-mail ou télécopie en fonction des questions qu'ils ont à poser à la Banque).

La dernière rubrique offre une liste de liens vers d'autres sites internet, dont celui de la Banque centrale européenne, celui des autres banques centrales nationales, membres de l'Eurosystème et celui de l'Union européenne.

Le site BCL est présenté en français et en anglais. Les documents sont diffusés dans leur seule version originale (française, anglaise ou allemande).

Appelée à évoluer constamment, la BCL souhaite que son site assure la meilleure interactivité avec les professionnels de la place financière ainsi qu'avec le grand public.

#### 4.1.2 Jours de fermeture de la Banque centrale du Luxembourg en 2000

Communiqué du 1<sup>er</sup> décembre 1999

| Date                          | Opérations de politique monétaire | Système de paiement LIPS-Gross | Système de paiement LIPS-Net | Opérations en espèces |
|-------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|------------------------------|-----------------------|
| 21 avril 2000                 | Fermé                             | Fermé                          | Fermé                        | Fermé                 |
| 24 avril 2000                 | Fermé                             | Fermé                          | Fermé                        | Fermé                 |
| 1 <sup>er</sup> mai 2000      | Fermé                             | Fermé                          | Fermé                        | Fermé                 |
| 1 <sup>er</sup> juin 2000     | Ouvert                            | Ouvert                         | Fermé                        | Fermé                 |
| 12 juin 2000                  | Ouvert                            | Ouvert                         | Fermé                        | Fermé                 |
| 23 juin 2000                  | Ouvert                            | Ouvert                         | Fermé                        | Fermé                 |
| 15 août 2000                  | Ouvert                            | Ouvert                         | Fermé                        | Fermé                 |
| 1 <sup>er</sup> novembre 2000 | Ouvert                            | Ouvert                         | Fermé                        | Fermé                 |
| 25 décembre 2000              | Fermé                             | Fermé                          | Fermé                        | Fermé                 |
| 26 décembre 2000              | Fermé                             | Fermé                          | Fermé                        | Fermé                 |

## 4.2 LES CONFÉRENCES

### 4.2.1 The IMF's role in a changing world and changing markets

#### Dr. Johann Prader, Alternate Executive Director of the International Monetary Fund (IMF)

Luncheon speech given in Luxembourg, on 13 October 1999, at the International Bankers Forum Luxembourg

Let me briefly map out the issues that I will deal with:

*One, The results of the Fall 1999 Bretton Woods meetings;*

*Two, A backward look at how the IMF has changed since Michel Camdessus took over in January 1987;*

*Three, The effects of the emerging markets crisis on the Fund. Why has the Fund's role become so controversial? Can the Fund ever win popular approval or at least improve its image through more transparency?*

*Four, An issue of particular interest to Europe: Is the IMF dominated or excessively concerned about the interests of the major countries? Should the IMF be independent and autonomous like the European Central Bank?*

#### What was the outcome of the Fall 1999 meetings of IMF and World Bank?

Since in the markets two weeks is a very long time, while the memories of policymakers and market participants are very short, I will recount the major events and results of the end-September meetings of the IMF and the World Bank.

Overall, the meetings were characterized by feelings of relief and a sanguine mood. This was in sharp contrast to the doomsday mood the year before, just after the Russian crash and the threat of a financial market meltdown if Brazil, too,

should crash. The backdrop to this year's meetings was one of relatively calm markets and recovering world growth.

Foremost among the issues discussed at the Washington meeting was what Camdessus has called "listening to the voices of the poor." The meetings saw the proposal and approval of a massive scheme of debt relief for the poorest countries, and of the launching of a so-called poverty reduction strategy. All of these moves were trumped by President Clinton's announcement of unilateral 100 percent debt relief. Some suspected it could lead, even before the meeting ended, to a new round of general debt relief and speculation about what financial consequences this could have for the IMF and the World Bank.

Mr. Wolfensohn, President of the World Bank, promised a "new development architecture" to parallel the Fund's new financial architecture. It remains to be seen what this means. For the time being, I will just take note of a comment printed in the Financial Times of October 6 that "the Bank is at grave risk of achieving too little by aspiring to do too much".

The G-7 discussed the yen appreciation, and establishing Russia's financial integrity via controls on IMF lending. Let me mention in passing the interesting news that the G-7 has taken up the demand for stiffer penalties for misreporting to the Fund. This demand happened to be made by our chair during the last discussion on Russia. We small countries are always grateful for signs that our good ideas are recognized as such. Even when the recognition comes late and takes the form of others claiming the idea as their own.

The G-7 countries also discussed the formation of the so-called G-X. It is not surprising that the countries that will be excluded from this new forum are somewhat miffed. Could the establishment of the Group of X lead to a system of parallel decision-making that could weaken the IMF and push it to the side? By an accident of scheduling the issue of financing debt relief for the poorest countries came up in the IMF Board just prior to the official IMF meetings. The non-G-7 countries of Europe made a point of showing that they believe in the “Boston Tea Party” principle of “No taxation without representation”. They staged a heroic though little-known mini-rebellion against efforts to make the small countries pay disproportionately to cover the cost of financing the new debt initiative. As a result, all the advanced industrial countries will have to pay their fair share.

There was also a feeling that the movement to make the liberalization of capital flows an official goal of the Fund is stagnant. It has lost the push given by the 1997 Hong Kong understanding that capital account liberalization was essential for U.S. acceptance of the Eleventh Quota Review. It is not difficult to see that the experiences – often rather shocking – of countries with huge and extremely volatile short-term capital flows, may have stiffened their reluctance to agree to the changes in the IMF constitution.

An unnoticed major event was the declaration, by 15 European central banks holding 70 percent of the world’s monetary reserves, that they will cap gold sales over the next five years. This announcement rattled the financial markets more than the G-7, or for that matter more than the IMF meetings themselves.

Finally, the meeting also led to the realization that “a little bit more time” is needed to work out the details of a central element of the new financial architecture, which is to say the so-called involvement or bailing in of the private sector. Work on this issue will continue even though some

observers think that calmer markets have made the matter less urgent. In any case we do not expect this work to be finished before next spring’s Interim Committee meeting. As you know, there have been bailouts totaling over \$180 billion in just the last two years or so, prompting strong demands that the public sector not bear the whole burden but receive help from banks, bondholders and other investors. Clearly, imprudent overlending is partly responsible for the fire and contagion. The IMF is aware that the private sector’s Institute for International Finance estimates the losses suffered during the Asian crisis at some \$350 billion. But it is, as *The Economist* of September 18 writes – “broadly accepted that private creditors should share the burden of unwinding crises”, for reasons related not only to the issue of burden sharing but also the problem of moral hazard. In addition, the Fund itself is faced with the severe problems of several countries such as Ukraine, Pakistan, Romania, and Ecuador.

The IMF is seen as preparing to get tough with the private creditors of crisis-hit countries. The media sees Ecuador as the first tryout of the new architecture. The Fund is willing to accept less than full payment of Ecuador’s discount Brady bonds while at the same time extending a big new loan. It is more likely true that we are still “at an early stage in this evolving policy.” Although the problems first appeared in late 1994, solutions are developing rather slowly, not only due to resistance from some parties, but also due to the difficulty of assessing how the market will react to the underlying issues. As an example of such an issue: Consider whether the IMF should become an agency that sets the rules for obtaining the cooperation of the private sector, as by permitting even an action as strong as a suspension of payments? Or should the Fund limit itself to analysis to determine a country’s medium-term viability and leave the sorting-out process to voluntary arrangements between a country and its private creditors? What will be the effects of bond reschedulings? In any

event, all the discussions so far make it clear that before any definitive solution can be found, the probable response of the private sector to any new framework will have to be discussed with market participants.

After all, without prior consultations with the markets on the proposals and clear understandings about the private sector's response to various eventualities – the Fund's own policies could turn out to be ineffectual and doomed to fail.

### The Years of Michel Camdessus

It may be worthwhile to give you a historical overview on how the Fund has changed since Michel Camdessus followed Jacques de Larosière as Managing Director in January 1987. Such a mini-history could not only help explain why the Fund has taken such a beating from the media, the U.S. Congress, and NGOs, but also why the Fund and its work remains crucial to the health of the world financial and trading system. Camdessus, who is an unusual civil servant because he is prepared to take on challenges and risks when everyone else is dragging his feet, made the Fund relevant in the true sense of the word. He took over at the Fund during the debt crisis of the 1980s, at a moment when the initial case-by-case approach for dealing with the crises one at a time had run into trouble and a more general approach was needed.

Camdessus engineered the so-called Brady Plan, which was essentially a debt reduction accomplished via the so-called Brady bonds, available to countries accepting market and political reforms.

One of the decisions steered through the IMF Board by Camdessus during those times turned out to have momentous consequences during the financial crises of the 1990s by leading to the huge financial bailouts of 1995, 1997 and 1998. This was the 1989 decision, resulting from creditor fatigue with financing major debtor countries, by which the Fund abandoned the financing assurances concept.

Up to then this concept had stipulated that in keeping with its so-called catalytic role, the Fund would put only a small, symbolic sum of money on the table and delay launching its programs until the program country's "financing gap" had been covered by private and official sources.

In addition to helping solve the debt crisis of the 1980s, Camdessus' main contribution in that decade was the establishment of the Enhanced Structural Adjustment Facility, called ESAF for short. This was a major accomplishment. ESAF was basically created to deal with the consequences of the massive cutbacks at the end of the 1970s in the major industrial countries' bilateral assistance to LDCs. ESAF was presented as a facility which would offer de facto interest-free loans to the poorest countries, operate as an exceptional one-time-only facility, and resolve all problems. The latter expectation seemed realistic because to obtain these loans would-be ESAF borrowers were willing to agree to the most stringent structural reforms that would once and for all eliminate their need for further Fund programs.

Now, after two more ESAF extensions and a decade of ESAF programs, it seems fantastic that anyone could have believed these promises. In a sense the same problems still haunt the world today. To the Fund's credit, it has been proven by several serious economic studies that ESAF works. In terms of growth and social welfare, ESAF programs made a difference for the countries and the peoples that completed them. But the question remains whether ESAF could or should have made a bigger difference. So does the question whether the poverty strategy and significant debt relief, and the intensified collaboration between Fund and World Bank, announced at the most recent Bretton Woods meetings, will improve the lives of the peoples and economies of the poorest countries.

The collapse of the Soviet empire at the end of the 1980s also confronted the Fund with new challenges and an explosion of its membership from

144 countries to today's 182. Our own constituency doubled in size from five members to 10. The IMF devised adjustment and reform programs for almost all of them. Indeed, in practice the IMF was in charge of economic and financial policy in most of the new member countries. IMF policy advice and influence was extremely important to these so-called transition countries.

Russia, however, has been treated as a special case from the very beginning. I must say that most of the smaller European constituencies were quite skeptical about this approach and frequently criticized the Fund's policies toward Russia in the Executive Board. At the same time, it was always clear that Europe has enormous financial, political, and security interests in Russia's stability and welfare. For these reasons, European Directors' criticisms could not be more forceful than those that would be voiced by a so-called loyal opposition. Events since August 1998 seem to justify this skepticism. But in fairness it must also be said that much of the criticism now aimed at the Fund is misguided and badly informed. Also, Russia's recovery from the 1998 collapse has gone faster and further than anyone expected last year. Russia has even outperformed its IMF program targets for the first time. At the same time, we have supported all measures aimed at ensuring Russia's financial integrity and all attempts to install safeguards for lending to Russia.

The second major change for the Fund in the 1990s was the advent of a series of huge financial rescue operations: the first for Mexico in 1995, followed by Thailand, Korea and Indonesia in 1997 and 1998. In the latter year, the Fund also undertook its ill-fated support operations for Russia's and Brazil's fixed exchange rates. The Fund's policies attracted more and more controversy and its reputation seemed to suffer a major erosion as the crisis dragged on and contagion seemed unstoppable. It may help put things into perspective to recall that the Fund's image also suffered during the Latin American debt crisis of the 1980s. One

difference in the 1990s is the greater scope of the crisis. It extended to Asia and Russia, and affected many more people than the crisis of the 1980s. Another is the Fund's new popularity as an object of media fascination and target of NGO criticism. All of this has made its situation incomparably worse than during the 1980s.

### What are the effects of the crisis in the emerging markets for the Fund's policies?

There can be no question that a major reorientation of Fund policies, and changes in the way the Fund presents itself to the public and deals with its member countries, are under way. There is the extensive work being done on the new architecture of the international monetary system, with its emphasis on transparency in the form of data standards, the establishment of standards for fiscal and monetary policies, and the Fund's effort to devise a strategy for bailing-in the private sector. There is also a pilot project which I believe is certain to lead to the full publication of the Fund's consultation reports with member countries.

I also think it is fair to say that today no other international financial organization is as zealous as the Fund in fighting corruption, rejecting secrecy, and demanding audits of public institutions and activities, publication of the results, and punishment of guilty officials (consider Bank Bali and Kenya).

There have also been extensive debates on the lessons taught by recent financial crisis, about future approaches to surveillance, exchange rate regimes, banking sector restructuring, and the design of monetary and fiscal policies. Notable in this connection is the change in the Fund's advice on the appropriate fiscal policies to be followed in a crisis: instead of recommending restrictive policies as in the past, the Fund now accepts an easing of policies. There is growing awareness of the importance of political and institutional factors in



determining the success or failure of Fund programs. This is quite a change for an organization which used to pride itself on its nonpolitical, professional, quantitative economist approach. Finally, I should also mention the changes in the Fund's approach to external communications. From an institution which used to talk only to governments and central banks, the Fund is developing into an institution which engages in dialogues with the media, the opposition, trade unions, NGOs, and churches, even at the risk of alienating some of its member countries.

All seems to bear out the rightness of the Fund's new approach and prove that the Fund's policies eventually did work as intended: the present calm in the markets, and the optimistic mood of this year's Annual Meetings prompted by the recovery of the world economy and especially the restoration of stability in the crisis countries of Asia, in Russia, and in Latin America. But will this reassuring situation and positive outcome mean that the Fund will get credit and respect for its achievement, and that the Fund has weathered, once and for all, the "winter of discontent" felt by the public and by its member countries? I doubt it, for a number of reasons.

The first reason is the Fund's highly unpopular and unpleasant responsibility to tell its member countries that they must live within their means; and in the case of countries that don't live within their means, to make them do so through Fund-supported austerity and reform programs. The public perceives the Fund as nothing more than a doctor all of whose pills are bitter. The new underlying message brought to the Fund by Camdessus – long before this year's ballyhooed hoopla about a poverty reduction strategy – has always been "Live within your means and make sure some of your means are distributed to the poor." Yet his message of a caring IMF has somehow not reached or convinced the Fund's customers and the public. At present over 100 countries, a majority of the membership, have formal or de facto stabilization programs and are in dire straits. This state of

affairs will require the Fund to design programs that will lead to bitter distributional conflicts and hard choices for the sake of crisis resolution.

Second, will the Fund's new architecture projects, image reforms, policy adjustments, and so forth enable it to better reconcile its contradictory roles as a financial policeman and as a social worker? It can be argued that the newly strengthened social pillar will sharpen the horns of this dilemma. Or to put it in Fundspeak – the diplomatic language of the Fund – "it will be a challenge."

Third, can an institution that presents itself as an elitist, meritocratic, professional organization claiming the ability to handle a multitude of tasks with a small staff of economists from the best universities ever find favor with a public and with governments that expects soft choices and policies? To give you an idea of the effectiveness of the IMF: One manager of a major corporation has estimated that in order to fulfill its multitude of tasks, the Fund should have a staff of 20,000 rather than its current workforce of some 3,000.

Fourth, will there ever be a world without crisis, which is the only context in which the Fund can find acceptance and enjoy full and unequivocal respect? Or, to put it differently, to what extent will the Fund ever be able to control markets and governments? The experiences of the 1980s and 1990s show mixed results. What the Fund can perhaps do and will do is to strengthen its crisis prevention arsenal. This should have some positive effect. But realistically speaking, much of the Fund's energies will always be devoted to damage control. If its activities and interventions can maintain the appearance of order in creditor/debtor relations and maintain an open trading system, the Fund will already have more than justified its existence. What it cannot do is to meet the expectations of the many critics who want a world where there are no crises and where all problems have simple solutions that do not require tough policy trade-offs.

Fifth, I have outlined some of the structural reasons why the Fund has been attracting so much criticism. In fairness I should also mention the view held by some others, that if the Fund tries to improve its image and show that it is a fair, caring, efficient institution that can deliver growth, maintain equity, and preserve the health of the financial system, it can and will eventually succeed in redeeming itself in the eyes of the public and its member countries. For myself, I hope my Central European skepticism will be proved wrong, and that this more optimistic view will turn out to be right.

### Should the Fund become an autonomous, independent institution like the European Central Bank?

The view is widely held – not least in Europe – that the Fund is too strongly dominated by the major industrial countries, and particularly by the United States. Some – including some very famous economists – go even farther, and accuse the Fund of seeking capital account liberalization at the behest of Wall Street. A report published just before the Annual Meetings pled for an “independent and accountable IMF”, arguing that just as independent central banks do a better job of fighting inflation, so might a more independent IMF be better able to promote international financial stability. Freed from the short-term political pressures that have resulted, for instance, in politically motivated loans to Russia and the resulting weakening of Fund conditionality, the IMF’s advice would become both more effective and more credible.

I will not be revealing a secret if I tell you that the major shareholders and borrowers of the Fund are likely to oppose such a notion. As one observer put it, the Fund is relevant for the shareholders because it is political. Otherwise the Fund would

be of no interest to them and would not be asked to deal with certain problems of the international community. Rudiger Dornbusch’s metaphor of the Fund as the French Foreign Legion of the major countries sums up this view. And there are economists who argue that the Fund’s mandate cannot be compared with that of a central bank because the Fund is more diverse, performing tasks that at the national level are assigned not only to central banks but also to ministries of finance, official aid agencies, and even ministries of foreign affairs. This greater diversity explains much of the confusion suffered by critics of the IMF, who almost always approach the Fund from a single viewpoint which does not take account of the complex inter-relatedness of the Fund’s many roles.

I myself have a lot of sympathy for Keynes’s original notion that the Board should be composed of independent and qualified members who would look after the common good of the international monetary system. But then Keynes was a man of independent means, while today the Board is peopled mostly by civil servants with rather short terms of office. But while autonomy for the IMF may be an unrealistic goal, some steps in that direction – in the sense of Max Weber’s definition of policymaking as the drilling of holes in a board – may be useful and actually doable. For example, it would already be very helpful if the shareholders decided to extend the terms of office of Board members as a means of increasing their experience and competence and achieving somewhat more independence for this distinguished institution.

As you have seen from my remarks today, some degree of independence of mind can be achieved for the Fund and its officers, but only through the trust and guidance of our authorities, particularly including the monetary and financial authorities of Luxembourg.

## 4.2.2 Dix mois d'Eurosystème

### Christian Noyer, Vice-Président de la Banque centrale européenne

Conférence à Luxembourg, le 25 octobre 1999

Mesdames et Messieurs,

Je remercie M. Mersch, Président de la Banque centrale du Luxembourg, de me donner l'occasion de dresser aujourd'hui devant vous une forme de bilan provisoire, après bientôt dix mois d'euro, du fonctionnement de l'Eurosystème, soit de l'ensemble formé par la Banque centrale européenne et les banques centrales des pays ayant adopté l'euro. Il est en effet essentiel que soit entretenue une communication régulière et directe avec les acteurs de la vie économique, les administrations, et le public en général. C'est important parce que la matière est naturellement technique et quelquefois hermétique, parce que l'institution est nouvelle, et que sa réussite ne dépend pas seulement des mécanismes institutionnels et de la réunion des expertises, mais également de la bonne compréhension, par le public des objectifs et des moyens de la politique monétaire de la zone euro, ainsi que par l'Eurosystème, de l'état d'esprit des citoyens.

Dix mois, c'est peut-être peu pour jauger une institution encore récente, et dont l'action a pour horizon le moyen terme. C'est suffisant cependant pour se faire une bonne idée de son fonctionnement, pour percevoir les effets que l'euro va produire, et produit déjà, sur les économies de la zone.

Je développerai quatre thèmes principaux.

Premièrement, la mise en place technique et institutionnelle de l'euro est un succès.

Deuxièmement, la stratégie monétaire a été mise en pratique.

Troisièmement, l'euro apparaît déjà comme un puissant facteur d'intégration financière.

Quatrième point, si l'euro garantit un environnement économique stable, de profondes réformes structurelles restent nécessaires pour réduire durablement le niveau du chômage en Europe.

Donc, première idée, l'Eurosystème est fermement établi et fonctionne bien. Je résumerai en quelques mots: un basculement réussi; un processus de décision clair, un cadre opérationnel qui a permis l'approvisionnement efficace en liquidité du système bancaire.

Le basculement à l'euro, au début de cette année s'est déroulé sans encombre. Il a été réalisé grâce à une préparation minutieuse et coordonnée, qui a mobilisé des centaines de milliers de personnes des secteurs financiers, des administrations et des entreprises. Leur engagement et leur professionnalisme ont permis le succès de cette conversion massive et, à une telle échelle, sans équivalent. En un instant, les onze monnaies de la zone n'en ont formé plus qu'une, en un week-end, des millions d'actifs monétaires ont été convertis. Si l'unification monétaire n'est pas toujours effectivement perçue par le grand public car la conversion de la monnaie fiduciaire, des prix de détail et de la généralité des références monétaires des contrats privés ne s'effectuera qu'en 2002, elle est déjà une réalité économique. Le marché des biens et des financements est désormais plus lisible, et partant plus ample, au sein de la zone. L'impact macroéconomique d'un tel changement ne peut être immédiatement perçu ni précisément calculé mais les gains économiques d'une telle unification, qui ouvre des opportunités et réduit l'incertitude, sont incontestables et amélioreront puissamment l'efficacité des économies de la zone.

L'expérience acquise à ce jour montre que le cadre opérationnel de l'Eurosystème constitue un instrument efficace pour piloter les taux d'intérêt du marché monétaire, limiter leur instabilité et permettre à la BCE d'émettre des signaux de politique monétaire appropriés. Les opérations principales de refinancement constituent le principal canal d'approvisionnement du système bancaire en liquidité. Les opérations de refinancement à plus long terme fournissent au système bancaire des liquidités additionnelles, sur une base stable, à échéance de trois mois. Les facilités permanentes encadrent l'évolution des taux d'intérêt au jour le jour du marché. Enfin, le système de constitution en moyenne des réserves obligatoires permet le lissage des fluctuations quotidiennes de la liquidité. Les établissements contreparties se sont désormais bien adaptés au nouvel environnement. La mise en place du système de règlement transeuropéen de gros montant TARGET a grandement facilité ce processus. Ce système, qui permet de relier entre eux les systèmes de règlement nationaux de gros montants peut être utilisé par 30 000 institutions et constitue un des plus grands systèmes de règlement au monde. Il traite près de 1000 milliards d'euros (en valeur) d'opérations par jour et représente désormais 70% des règlements de gros montants au sein de la zone euro.

La politique monétaire de l'Eurosystème dispose donc d'un outil de pilotage de la liquidité bancaire opérationnel et efficace. Qu'en est-il de sa stratégie monétaire, et des évolutions monétaires observées?

Comme vous le savez, l'objectif principal de l'Eurosystème, que lui assigne le Traité de Maastricht (article 105 notamment), est la stabilité des prix.

Pour atteindre cet objectif, la stratégie de l'Eurosystème repose tout d'abord sur un objectif de prix quantifié. La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2% dans la zone euro. En outre, il a été annoncé que la stabilité des prix doit être maintenue à moyen

terme, conférant une orientation à moyen terme à l'ensemble de la stratégie.

Outre cet objectif de prix, la politique monétaire se fonde sur ce que l'on a coutume d'appeler deux «piliers». Le premier est constitué d'un agrégat monétaire (M3 en l'occurrence). L'idée sous-jacente, validée empiriquement par de nombreuses études, est qu'il existe une relation stable à moyen terme entre la masse monétaire et le niveau de prix. Le Conseil des gouverneurs a fixé le 1<sup>er</sup> décembre 1998 cette valeur de référence de progression annuelle de l'agrégat M3 à 4,5%. Conformément à l'orientation à moyen terme de la stratégie, cette valeur de référence a été calculée de manière à être compatible avec le maintien de la stabilité des prix à moyen terme, en se fondant sur des hypothèses relatives à l'évolution à moyen terme du PIB réel et à la vitesse de circulation de la monnaie.

Le suivi des agrégats monétaires et de ses contreparties représente donc le premier pilier. Le second pilier est constitué par une série d'indicateurs qui permettent une évaluation des perspectives d'évolution des prix dans la zone euro. Comment ont évolué l'inflation et les agrégats monétaires depuis la création de l'euro?

L'indice harmonisé des prix à la consommation a augmenté récemment pour atteindre 1,2% au mois d'août en variation annuelle, en raison essentiellement de l'augmentation des prix du pétrole. La progression annuelle de l'agrégat M3 a été de 5,6% en moyenne trimestrielle centrée sur le mois de juillet, ce qui confirme l'accélération observée depuis le printemps (la progression correspondante au mois de mars était de 5,2%). Cette tendance peut s'expliquer par le niveau relativement faible des taux d'intérêt au sein de la zone euro qui rendent par comparaison assez attractifs la détention des actifs les plus liquides de l'agrégat M3 (en particulier les dépôts à vue) ainsi que par l'amélioration de la situation économique de la zone.

Quant aux contreparties de M3, ce sont les crédits au secteur non financier privé qui en constituent la

composante la plus dynamique, avec une progression annuelle de l'ordre de 10% depuis le début de l'année. Ici également, cette progression s'explique d'abord par le faible niveau des taux d'intérêt. En outre, les anticipations de hausse des taux, l'amélioration de la situation économique, les hausses de prix du foncier et de l'immobilier dans certains pays ainsi que le niveau élevé de l'activité de fusions-acquisition ont contribué à cette tendance. Certes, les taux longs ont connu une certaine progression, mais ils demeurent à un niveau bas et la hausse des taux de marché ne paraît avoir été que partiellement répercutée par les banques sur les conditions de crédit.

Je conclurai ce survol des développements monétaires par trois observations générales.

Premièrement, l'Eurosystème a pour objectif la stabilité des prix de l'ensemble de la zone euro. Il n'entre pas dans son mandat de conditionner la politique monétaire dans un sens ou dans l'autre en fonction de telle ou telle conjoncture nationale particulière, sauf si elle devait affecter la zone euro dans son ensemble. Ce serait d'abord la quadrature du cercle et nuirait à son efficacité et cela, je le répète, ne correspond pas au Traité.

Deuxièmement, comme je l'ai déjà indiqué, la politique monétaire doit rester pragmatique, se refuser à quelque application mécaniste de critères quantitatifs, même si elle entend se tenir, et fermement, à ses objectifs de moyen terme. Ceci tient d'abord à la nature un peu «capricieuse» dans le court terme des évolutions monétaires. Cela se justifie particulièrement à un moment où, avec l'introduction de l'euro, l'environnement économique change fortement, le comportement des agents peut se modifier, les structures financières évoluent, et les repères statistiques doivent être fixés... Et ce sera ma troisième observation...

Par construction, les statistiques monétaires harmonisées de la zone euro ne portent que sur une période encore limitée dans le passé. Il existe nécessairement un certain manque de visibilité au

départ qui s'estompe cependant rapidement, avec l'important travail réalisé ou en cours pour compléter, harmoniser et enrichir les statistiques monétaires et financières de la zone euro.

En troisième partie de cet exposé, j'évoquerai le rôle de l'euro dans le développement des marchés de capitaux européens, et son corollaire, sa place comme devise internationale.

La création d'une monnaie unique fait disparaître le risque de change et facilite la standardisation des dettes et leur gestion sur une plus vaste échelle. Elle constitue donc un puissant facteur d'intégration des marchés de capitaux. Les avantages d'une telle intégration sont une plus grande liquidité des instruments, qui contribue à réduire les taux d'intérêt, une meilleure sélectivité des investissements, donc une allocation plus efficace de l'épargne. En particulier, le financement des entreprises par émission d'actions ou obligations, encore peu développé en Europe par rapport aux Etats-Unis (respectivement 26 et 68% des financements), en sera favorisé.

C'est sur les marchés monétaires que l'effet d'intégration de l'euro s'est fait sentir le plus rapidement et le plus complètement, ce qui s'explique bien sûr par la mise en place d'une politique monétaire unique et l'établissement de TARGET. Comme signes de cette intégration, j'évoquerai la convergence rapide des écarts de taux entre le taux au jour le jour de la zone euro (EONIA) et les taux nationaux ou l'adoption par le marché de l'EURIBOR comme seul taux de référence de court terme. Sur les marchés boursier et obligataire, l'intégration des marchés progresse également, quoique plus lentement, en raison des divergences réglementaires, juridiques et prudentielles existantes. La Directive sur la finalité des règlements, qui devra être mise en œuvre par les Etats à compter de décembre 1999 constitue un pas important dans la voie de l'harmonisation des règles.

Si l'intégration des marchés reste à compléter, l'introduction de l'euro a d'ores et déjà fortement

stimulé le volume d'émissions d'obligations privées, qui, selon certaines estimations, ont progressé de près de 50% sur les sept premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1998. La structure de ces émissions s'est caractérisée par une part croissante des seules entreprises privées (qui ont représenté 19% du total sur la période contre 9% en 1998) et des signatures de deuxième rang (la proportion des émetteurs notés Baa ou en dessous est ainsi passée sur la période correspondante de 22% à 28% des émissions).

Parallèlement, la restructuration et l'intégration du secteur financier en Europe s'accélérent, comme en témoigne la vague de fusions et acquisitions réalisées dans ce secteur depuis le début de l'année (qui ont d'ores et déjà dépassé, selon certaines estimations, le volume d'opérations enregistrées en 1998). Ce mouvement induit par la globalisation, la libéralisation financière, et l'innovation technologique, n'a certes pas pour unique moteur la création de l'euro, mais celle-ci en accroît manifestement l'opportunité pour l'industrie financière européenne. Ces restructurations contribueront à améliorer la rentabilité du secteur financier en Europe par la standardisation des produits, la réalisation d'importantes économies d'échelle, l'intensification de la concurrence.

Ce grand marché financier intégré en cours de constitution participe, à n'en pas douter, à la promotion de l'euro comme devise internationale. Disons d'emblée que l'Eurosystème est relativement neutre vis-à-vis de cette évolution, et n'entend ni encourager ni entraver ce processus. Seulement, il paraît dans l'ordre des choses qu'une monnaie d'un ensemble économique majeur regroupant 300 millions d'habitants, représentant 16% du PIB mondial et 19% des exportations, dont les marchés financiers sont vastes et en voie d'intégration, et dont la politique monétaire est axée sur la stabilité de la valeur de la monnaie, acquière un poids international majeur.

D'ores et déjà, l'euro est la seconde devise la plus utilisée au monde.

Ainsi, les émissions en euro sur les marchés internationaux de capitaux ont fortement progressé depuis le basculement à l'euro et ont représenté 27% des émissions internationales (et 35% en incluant les émissions domestiques, ce qui est probablement le bon critère, car la différence entre émissions domestiques et internationales n'a plus grande signification en Europe aujourd'hui) au cours des sept premiers mois de l'année, soit une dizaine de points au-dessus de leur niveau du dernier trimestre, tandis que la part du dollar tombait de 57% à 50%. De plus, et sans même compter les accords monétaires conclus avec certains Etats et territoires associés (Monaco, San Marin, pays utilisant le franc CFA, Cap Vert etc.), une trentaine de pays ont actuellement des régimes de change faisant intervenir l'euro (dont les pays du «SME bis» et de nombreux pays de l'Europe centrale).

Comme monnaie de facturation et de règlement en revanche, les évolutions sont plus longues à se dessiner compte tenu des avantages que procure, par simple principe d'économie, l'utilisation d'une norme unique déjà établie sur des marchés homogènes comme celui des marchés de matière première. De même, la part de l'euro comme monnaie de réserve reste encore limitée et s'est même réduite à 15% du total (contre 78% pour le dollar) au début de 1999 par la conjonction de deux facteurs techniques: la transformation en euro d'avoirs en devises des banques centrales de la zone euro; la conversion de certains avoirs en or de ces banques centrales en dollar. Ce faisant, le poids de l'euro comme monnaie de réserve est appelé selon toute vraisemblance à augmenter dans les années à venir.

Au final, quelles pourraient être les conséquences de cette internationalisation de l'euro? Pour le secteur réel, un développement de l'euro comme monnaie de facturation contribuera à réduire les coûts de transaction et les risques de change. De

même, la compétitivité du secteur financier peut être améliorée par l'extension des marchés financiers inhérente à cette internationalisation. En tout état de cause, l'Eurosystème, qui, je le répète, n'entend pas inférer sur ces évolutions, les suit étroitement dans la mesure où elles pourraient modifier les mécanismes de transmission de la politique monétaire ou la nature de l'information véhiculée par les agrégats monétaires.

Dernier point que je souhaiterais évoquer: les liens entre la monnaie unique et l'économie réelle. Je traiterai deux aspects: les aspects micro-économiques; les liens de la politique monétaire avec les autres politiques économiques.

Les effets micro-économiques de la création de l'euro paraissent établis (je les ai déjà évoqués partiellement): plus grande transparence des marchés liée à la faible inflation, suppression des coûts de transaction et des risques de change, extension des marchés (avec les nouvelles opportunités d'investissement que cela implique); moindre coût de financement avec l'intégration croissante et le développement des marchés financiers... Je dirais seulement que les avantages de la monnaie unique seront d'autant plus perçus qu'ils seront relayés dans certains domaines par une réelle harmonisation réglementaire.

Quant à la place de la politique monétaire par rapport aux autres politiques économiques, j'insisterai sur trois points.

Premièrement, la politique monétaire de l'Eurosystème, qui vise au premier chef la stabilité des prix ne se désintéresse évidemment pas de l'économie réelle. Pour la simple raison que le suivi régulier des indicateurs d'activité et des perspectives de croissance contribuent à l'évaluation par l'Eurosystème des risques en matière de stabilité des prix. En outre, il est démenti par l'expérience qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix soit défavorable à la croissance, comme l'illustre la croissance actuelle ou les performances historiques de pays à faible inflation. Il convient simplement d'empêcher

que, le cas échéant, la croissance se fasse aux dépens de la stabilité des prix, ce qui affecterait au reste la croissance future.

Deuxièmement, si la politique monétaire ne se désintéresse pas de la croissance réelle, à leur tour, les autres politiques économiques ont leur part de responsabilité dans le maintien des équilibres financiers. En effet, les tensions inflationnistes peuvent apparaître de multiple façon, notamment par des évolutions salariales inadaptées à l'évolution des productivités, ou par des politiques budgétaires inappropriées. Il appartient aux différents responsables d'en tenir compte pour garantir la cohérence des politiques économiques au sein de la zone euro.

Enfin, si l'euro permet une extension de la taille des marchés en Europe, et leur assure en principe une plus grande transparence dans l'espace (monnaie donc «prix unique») et dans le temps (stabilité des prix), le fonctionnement de ces marchés, et notamment le marché du travail, doit encore être amélioré afin d'en accroître la flexibilité et de contribuer par là même à la réduction du chômage en Europe, qui est pour une très large part de nature structurelle. La recommandation n'est certes pas nouvelle... Vous l'entendez certainement de temps en temps! Il importe cependant de bien saisir sa cohérence avec la monnaie unique: une plus grande transparence sanctionne les marchés les moins efficaces, les processus improductifs, les rigidités de toute sorte. Il importe aussi de bien saisir l'opportunité du moment, la croissance économique actuelle en Europe, pour accélérer sa mise en œuvre effective.

En conclusion, il paraît acquis, il est reconnu, au vu de ces dix mois d'expérience, que l'euro est bien établi et que l'Eurosystème fonctionne bien. Pour autant, la politique monétaire n'est pas figée. Dans une certaine mesure, elle est en construction, et l'Eurosystème développe chaque jour ses outils statistiques, sa capacité de prévision et d'analyse. Il se doit en effet d'être ouvert, réactif et innovant face à un environnement nouveau et en pleine mutation.

### 4.2.3 Funktionen der Europäischen Zentralbank

#### Yves Mersch, Präsident der Banque centrale du Luxembourg

Rede anlässlich des XIV. CHALLENGE-Workshop for Managers an der Hochschule Bremen, am 5. November 1999

#### Funktionen der Europäischen Zentralbank (EZB)

Das zentrale Thema über die Funktionen einer Zentralbank liegt nicht in der Aufführung der verschiedenen Kompetenzbereiche, die mehr oder weniger lang sein mag, sondern vor allem im Falle Europas in der Abklärung von zentraler und dezentraler Vorgehensweise im Erfüllen der verschiedenen Funktionen. Von diesem Blickwinkel her möchte ich auch die Hauptfunktionen einer Zentralbank untersuchen, und zwar vom Standpunkt der Geldpolitik her, vom Standpunkt der Zahlungssysteme, von der Versorgung der Wirtschaft mit Bargeld, von der gesamtwirtschaftlichen statistischen Untersuchung her, sowie vom Blickwinkel der Bankenüberwachung.

In einem zweiten Kapitel möchte ich dann einige aktuelle Themen wie Transparenz, Verhalten der Geldpolitik gegenüber anderen Bereichen der Politik, Strukturanpassungen, Sozial-Union und Steuerharmonisierung beleuchten.

#### Geldpolitik

Ich stelle in den Raum, dass der organisationelle und institutionelle Aufbau des Europäischen Systems der Zentralbanken bekannt ist, im Besonderen das Subsidiaritätsprinzip nach dem die Ausführung der zentralen Politik so weit wie möglich dezentral erfolgen soll. Dies gilt natürlich vor allem für die Geldpolitik der Gemeinschaft die im EZB-Rat festgelegt wird, die Ausführung allerdings dezentral getätigt wird.

Die Strategie der Europäischen Zentralbank mit dem vorrangigen Ziel die Preisstabilität zu gewährleisten wird vom EZB-Rat getroffen, ebenso wie die geldpolitischen Entscheidungen zu Zinsanpassungen und Zinsänderungen. Das gleiche gilt für die Zuteilung von Liquidität, die vom Direktorium vorgenommen wird. Dezentral erfolgt allerdings die Ausführung. Die Tenderverfahren werden von den 11 nationalen Zentralbanken ausgeführt, und die Banken in den 11 Euro-Mitgliedsländern haben ihre Liquiditätsversorgung über die nationale Zentralbank zu bewerkstelligen.

#### Währungsreserven

Es sind auch die nationalen Zentralbanken, die deshalb die Mindestreserven der in jedem Land ansässigen Banken berechnen und verwalten. Die nationalen Zentralbanken verwalten auch weiterhin die nationalen Währungsreserven, ob das die zusammengelegten Währungsreserven der EZB oder der Restbetrag der nationalen Reserven sind, wobei zu unterstreichen ist, dass dieser Restbetrag in den meisten Ländern den größeren Betrag darstellt.

Auch die zusammengelegten Währungsreserven, die an die Europäische Zentralbank überführt werden, werden von dieser an die nationalen Zentralbanken zurück überwiesen, zwecks Verwaltung nach einem Muster das gemeinsam festgelegt wurde. Das ganze Zusammenspiel ist eher pragmatisch angeordnet und läuft darauf hinaus, angesammelte Erfahrungen maximal dezentral zu nutzen, und auf zentraler Ebene nur Entschei-



dungen zu treffen, die zum Zwecke der einheitlichen Politik im gesamten Währungsraum notwendig sind.

Die Vorbereitung dieser Entscheidungen wird natürlich auch in den verschiedenen nationalen Zentralbanken getätigt, aber schon auf der Ebene der Vorbereitung tragen Ausschüsse dazu bei, dass die Endentscheidungen wo möglich kontroversfrei im EZB-Rat getroffen werden können. Im Ganzen gibt es 13 solcher Ausschüsse, die wiederum mehr als 70 Unterausschüsse unterhalten, manche davon als gemeinsame Unterausschüsse von 2 Ausschüssen. Die meisten dieser Ausschüsse werden von einem Vertreter der Europäischen Zentralbank präsiert.

## Zahlungsverkehr

Die dritte Funktion der Europäischen Zentralbank ist die Sicherung eines reibungslosen Funktionierens des Zahlungssystems. Das Hauptinteresse einer Zentralbank gilt den Großbetragssystemen. Die 11 nationalen Großbetragzahlungssysteme wurden in euro-weites Netz eingebunden, TARGET. Ich erinnere, dass Target mit 3 Hauptobjektiven gegründet wurde:

- einen sicheren und verlässlichen Mechanismus für die Abwicklung von grenzüberschreitenden Zahlungen anzubieten
- die Effizienz grenzüberschreitender Zahlungen zu erhöhen und
- den Anforderungen der Geldpolitik des Eurosystems zu dienen.

Nach einer Woche schon hatte das System sich auf ungefähr 20-30.000 Transaktionen pro Tag mit einem Volumen zwischen 300 und 400 Milliarden Euro eingependelt. Der grenzüberschreitende Targetverkehr entspricht nach den ersten 9 Monaten 10% sämtlicher Zahlungen, die in Euro-Großbetragzahlungssystemen vorgenommen werden und 27% des Gesamtwertes, woraus sich ergibt, dass

besonders die größeren Beträge über Target abgewickelt werden.

Der durchschnittliche Wert von einzelnen Zahlungen war im Juli 1999 fast 12 Millionen Euro, das ist 3-5 mal höher als die Werte für andere Systeme. Daraus kann man schließen, dass Target dem Objektiv der Währungspolitik gerecht wird. 34.000 Banken oder Bankenstellen können über Target erreicht werden, und Messungen haben ergeben, dass eine Zahlung im Durchschnitt in anderthalb bis 6 Minuten abgewickelt werden kann.

Alle 29 EU-Wertpapierabrechnungssysteme wurden für den Einsatz ab dem Beginn der dritten Stufe der WWU für geeignet befunden. Wenn heute im Großbetragzahlungssystem in Europa täglich über 1 000 Milliarden Euro abgewickelt werden, sind davon ein Drittel grenzüberschreitend. Deshalb ist es besonders wichtig die Verbindungen zwischen der grenzüberschreitenden Nutzung von refinanzierungsfähigen Sicherheiten für die geldpolitischen Geschäfte und die Intertageskreditoperationen des Euro-Systems zu gewährleisten.

Schon heute wird ein Großteil der hinterlegten refinanzierungsfähigen Sicherheiten für die grenzüberschreitenden Zahlungsoperationen benutzt und nicht für geldpolitische Liquiditätsgeschäfte. Zur Unterstützung der grenzüberschreitenden Nutzung von Sicherheiten im Rahmen der geldpolitischen Operationen und Intertageskreditgeschäften des Euro-Systems wurde weiterhin als eine Übergangslösung das Korrespondenzcentralbankmodell eingeführt. Im Grunde genommen sollte dieses Modell nur beibehalten werden für nicht marktfähige Sicherheiten, die auf keinem anderen Weg grenzüberschreitend übertragen werden können.

Neben dem Großbetragzahlungssystem sollte trotzdem noch ein Wort zum Massenzahlungsverkehr gesagt werden. Auf Grund des völligen Wegfallens der Transaktionskosten in bargeldlosen

Zahlungen, die die Bewertung zuließe, dass die Konditionen im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr denen des inländischen Zahlungsverkehrs entsprechen, tun sich die Banken zur Zeit noch schwer euroweite Zahlungsverkehrssysteme zu entwickeln, die die gleichen betrieblichen und preislichen Konditionen bieten wie die inländischen.

Im Großen und Ganzen sind Zentralbanken weniger im Massenzahlungsverkehr involviert als im Großbetragszahlungssystem wegen der größeren systemischen Risiken, die in letzteren beinhaltet sind. Die Europäische Zentralbank hat trotzdem ihre Unzufriedenheit über die Entwicklung im Massenzahlungsverkehr kund getan, besonders über die weiter vorherrschende Abwicklung über Korrespondenzkonten, Nostro- und Vostrokonten, und die Abwesenheit von adäquaten Interbankinfrastrukturen. Die Abwicklung von Zahlungen zwischen Banken muss von der Bankenbranche in Zukunft zu einer Verbesserung der internen Prozedur für grenzüberschreitende Zahlungen führen, zu dem auch die Kommunikation mit dem Kunden gehört. Das beinhaltet ein stärkeres Rückgreifen auf Automation und Standardisation.

Auch wenn eine Zentralbank also nicht vorrangig ihre Mission in diesem Zusammenhang sieht, wird sich das Europäische System der Zentralbanken dem Thema sehr eng widmen, und in Abwesenheit vom notwendigen Handeln einen Eigenhandelsbedarf in diesem Bereich entwickeln.

### **Bargeldversorgung**

Neben der Abwicklung der Refinanzierungsgeschäfte und dem Halten von Mindestreserven auf der einen Seite, und dem Organisieren des bargeldlosen Zahlungsverkehrs auf der anderen Seite, hat eine moderne Zentralbank auch die Aufgabe der Versorgung der Wirtschaft mit Bargeld. Diese Versorgung wird weiterhin dezentral ausgeführt. Die Rolle der Europäischen Zentralbank beschränkt sich in diesem Zusammenhang auf die

Festlegung der einheitlichen Geldscheine in puncto Sicherheit, Format, Qualität, Aussehen und Ausgabevolumen. Die Produktion und die Ausgabe erfolgen weiterhin über die gestandenen Kanäle der nationalen Zentralbanken.

Die Aufgabe der nationalen Zentralbanken beinhaltet sowohl die Erstellung von Nullserien sowie den Schutz der Euro-Banknoten vor Fälschungen, die Logistik der Euro-Bargeldumstellung im Jahre 2002, und in der Zwischenzeit den ordnungsgemäßen Umtausch nationaler Währungseinheiten zwischen 1999 und 2002.

So bietet seit dem 1. Januar 1999 jede teilnehmende nationale Zentralbank, beziehungsweise ein von ihr bevollmächtigtes Unternehmen, bei zumindest einer Stelle den Umtausch von Banknoten anderer teilnehmender Länder gegenüber Banknoten und Münzen ihrer Landeswährung zum offiziellen Umrechnungskurs an.

### **Repräsentation**

Eine fünfte Funktion einer Zentralbank entspricht jeder Funktion einer Institution, nämlich das Wahrnehmen nationaler Repräsentation. Auch wenn es mit der Umsetzung der Logik in der Wirklichkeit noch etwas hapert, so werden uns die anderen Länder darauf aufmerksam machen, dass dort wo die Europäische Zentralbank den Euro-Raum vertritt im Grunde genommen kein Platz mehr ist für nationale Zentralbanken, ob das im G-7 oder anderen Gremien der Fall ist. Das hat weitgehend wohl auch mit Persönlichkeiten zu tun.

So erfolgt die Zusammenarbeit mit anderen Institutionen auf EU-Ebene durch das Direktorium im EU-Rat, in der Euro-11-Gruppe sowie im Europäischen Parlament. Die Europäische Kommission nimmt am EZB-Rat teil, und das Direktorium sowie nationale Zentralbanken nehmen an den Arbeiten des Wirtschafts- und Finanzausschusses teil. In den G-7 und G-10-Gruppen der Minister und Zentralbankpräsidenten nimmt der Präsident

der EZB an den Tagungen teil, während bei der BIZ die EZB neben den nationalen Zentralbanken teilnimmt.

Eine Ausnahme bildet hier Luxemburg, dem nach der Trennung von Belgien, der Zugang zur BIZ von diesem Lande bis jetzt verweigert wurde.

Die Aufgaben der nationalen Zentralbanken werden sich in Zukunft mehr darauf ausrichten

1. die gemeinsame Geldpolitik im nationalen Raum zu erläutern, insbesondere das Bewußtsein für Preisstabilität zu erhalten respektiv zu fördern,
2. internationale Aufgaben zu übernehmen die nicht unter gemeinschaftliche Aufgaben fallen, wie etwa im Bereich der Bankenüberwachung, gewisse IWF-Bereiche, oder andere Missionen, die je nach Land der nationalen Zentralbank übertragen wurden.

## Statistik

Ein sechstes Kapitel der Zentralbankfunktionen nimmt die Statistik ein. Neben den bestehenden statistischen Aufgaben der nationalen Zentralbanken muss die EZB die Aufgabe der Zusammenlegung der nationalen Statistiken bewerkstelligen, ebenso wie den Versuch der Harmonisierung der zur einheitlichen Geldpolitik erforderlichen statistischen Erhebungen.

## Überwachung

Ein letzter Punkt den ich erwähnen will, besteht in der Überwachung des Bankensystems. Wenn auch unbestritten ist, dass jede nationale Zentralbank, so wie selbstverständlicherweise auch die Europäische Zentralbank, eine Rolle in der Bewahrung der Stabilität des Finanzsektors zu erfüllen hat, so ist die Lage eher konfus über die Aufgabenteilung zwischen dem europäischen Raum und dem nationalen Raum, und im nationalen Raum zwischen der Zentralbank und spezifischen Überwachungsinstituten.

Die Lage wird noch komplizierter durch die Entwicklung seit dem Abschluss des Maastricht-Vertrages und unter dem Eindruck der Reformen am Finanzplatz London. Heute gibt es wohl noch einige Zentralbanken, die auch mit der Mission der Überwachung des Finanzsystems beauftragt sind. In einer Reihe anderer Länder wurden diese Überwachungsfunktionen dagegen von der Zentralbank abgetrennt.

Aber auch in den getrennten Systemen sind die Lagen sehr unterschiedlich. Es gibt Länder in denen die Zentralbank de facto die Überwachungsinstitution unterstützt und letztere von den Zentralbankressourcen abhängig ist wie in Deutschland, es gibt solche am anderen Ende, wo die neu gegründete Überwachungskommission jede Zusammenarbeit mit der Zentralbank auf struktureller Weise ablehnt wie im Falle Luxemburgs, und es gibt solche wo die Zusammenarbeit harmonisch vor sich geht, wie im Falle der Europäischen Zentralbank in ihrem Ausschuß für Bankenüberwachung in dem Zentralbanker und Überwacher zusammensitzen.

Wenn auch extreme Situationen wenig Aussicht auf Dauer haben, sieht die europäische Landschaft im Moment relativ zerfahren aus, in einem Augenblick, wo durch die Einführung der einheitlichen Währung endlich der Einheitsmarkt im Finanzsektor anfängt Wirklichkeit zu werden durch Zusammenführungen von Bankengruppen auf nationaler Ebene, die auch grenzüberschreitende Folgen haben werden. Diese Strukturanpassungen im Markt können nicht ohne Konsequenz auf die Überwachungsfunktionen im europäischen Raum bleiben. Auch wenn das Prinzip der geographischen Nähe im Überwachungsbereich ein überragendes Prinzip bleiben sollte, wird es Fälle geben wo die geographische Nähe trotz aller zwischenstaatlicher Zusammenarbeitsverpflichtungen nicht zufriedenstellend auf nationaler Ebene gelöst werden kann. Ob in diesen Fällen die Überwachungspflicht einer der Exekutive unterliegenden Kommissionsstelle oder der Zentralbank unterliegen

soll, möchte ich in diesem Augenblick unbeantwortet lassen.

Die Verschiedenheit der nationalen Situationen wird wohl in diesem Falle wiederum dazu führen, dass ein Fortschritt auf europäischer Ebene nur als Nachfolge einer gravierenden Krise erfolgen wird. Im Falle von „emergency liquidity assistance“ sind auf jeden Fall die Zentralbanken angesprochen, ob auf nationaler oder im schwierigeren Falle auf grenzüberschreitender Ebene.

## Probleme

Wenn auch die Überwachungsproblematik sich eignet als Übergang von den Funktionen einer Zentralbank zu den Problemen, die sich den Zentralbanken heute und morgen in Europa stellen werden, möchte ich trotzdem die Aufmerksamkeit auf eine Reihe zusätzlicher Probleme lenken.

## Transparenz

Zum Ersten möchte ich auf die Problematik der Transparenz eingehen. Es gibt wohl kaum eine andere Zentralbank, die so viel zur Kommunikation beiträgt wie die Europäische Zentralbank mit ihren regelmäßigen Bulletins, den Pressekonferenzen, den Teilnahmen von Direktoriumsmitgliedern an Sitzungen des Europäischen Parlaments, dem Erscheinen von nationalen Zentralbankpräsidenten im nationalen Parlament, sowie die zahlreichen Ausführungen und Reden in der Öffentlichkeit von sämtlichen Mitglieder des EZB-Rates und ihren Stellvertretern.

Unter dem angelsächsischen Einfluss wird allerdings immer wieder die Forderung nach der Veröffentlichung vom Abstimmungsverhalten im EZB-Rat deutlich, sehr kürzlich wiederum im Europäischen Parlament. Ich habe Schwierigkeiten zu glauben, dass die Stimmen, die eine Offenlegung von Abstimmungsergebnissen im EZB-Rat

fordern, nicht die gleichen sind, die eine Renationalisierung der Politiken in Europa Vorschub leisten möchten. Mir scheint es offenkundig, dass Zentralbankgouverneure, die ihr Stimmverhalten im EZB-Rat der Öffentlichkeit darlegen müssen, vor dem Hintergrund kritischer Stimmen im Heimatland sich eher an nationalen als an gesamt-europäischen Erwägungen ausrichten.

Eine nationale Differenzierung der Geldpolitik wäre allerdings nicht nur das Ende des EZB-Rates als kollegiales Gremium, das ausnahmslos der Preisstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet verpflichtet ist, sondern auch ganz einfach das Ende der Unabhängigkeit des EZB sowie das Ende einer einheitlichen Geldmarktpolitik.

## Prognosen

Eine andere Frage im Zusammenhang mit der Transparenz ist die Veröffentlichung von Zukunftsprognosen wie sie auch im angelsächsischen Raume üblich sind. Auch dies entspricht der Reduzierung der Geldpolitik auf eine einzelne Ziffer was mit der Komplexität der Geldpolitik unvereinbar ist.

Die verschiedenen Informationselemente, die einer Zentralbank bekannt sind, sind das Resultat eines Informationsaufbereitungsprozesses, der sich nicht in einer einzigen Zahl darlegen lässt, ob diese Zahl der Beobachtung oder der Erwartung entspricht. In der Endabrechnung sind politische Entscheidungen, egal in welchem Bereich, das Resultat einer komplexen Bewertung von rohen Fakten, theoretischen Überlegungen, empirischen Resultaten (dazu gehören auch verschiedene ökonomische Vorausschätzungen), und von Bewertungseingebungen, die von persönlichen Einschätzungen der Realität herkommen.

Wenn wir jetzt über die öffentliche Kommunikation reden, glaube ich, dass der beste, wenn auch vielleicht imperfekteste Weg ist, diesen komplizierten Entscheidungsprozess durch die Information über alle zur Verfügung stehende Indikatoren zu erklären

und dazu gehören auch ökonometrische Modelle, aber auch nun eben Erklärungen, Argumente und Ziffern. So lange es keine Zunft der einarmigen Wirtschaftsexperten werden gibt, wird es auch keine einarmigen Zentralbanker geben in Anspielung auf die Aussage des amerikanischen Präsidenten Harry Truman, der nur einarmige Wirtschaftswissenschaftler anheuern wollte, um zu verhindern, dass ihm dauernd entgegen gehalten wurde, „auf der einen Hand und auf der anderen Hand“.

Auch die Veröffentlichung von Schätzungen wird immer nur ein übervereinfachtes und notwendigerweise unkomplettes Resümee bleiben von quantitativen Analysen und persönlichen Einschätzungen, das die Bewertungen für zukünftige Preisstabilitätsentwicklungen in einer Zentralbank ausmachen wird. Die Diskussion über diese Einschätzung kann man schon heute im monatlichen Bulletin vorfinden. Der Glaube an eine erhöhte Transparenz über die Veröffentlichung von zukünftigen Einschätzungen der Preisentwicklungen könnte demnach ein Schuss nach hinten sein, was die Kreditibilität des Euro-Systems anbelangt.

### **Integrationsvertiefung**

Die größte Herausforderung der europäischen Geldpolitik besteht meiner Meinung nach im Verhältnis zu anderen Teilen der Politik. Das betrifft vor allem das Verhältnis zentraler Geldpolitik zu dezentraler Wirtschafts- und Finanzpolitik, eine gewisse realwirtschaftliche Diskonvergenz und die weitere Arbeit an der europäischen Integration. Die Parallelität zwischen der Schaffung der Wirtschafts- und Währungsunion und der Politischen Union ist leider ins Schlittern geraten, und die Fortschritte in der Außen- und Sicherheitspolitik sowie in der Innen- und Rechtspolitik haben leider keinen Schritt mit der Geld- und Währungspolitik gehalten.

Die Wirtschafts- und Währungspolitik wird auf Dauer keinen Bestand haben wenn die größeren

Länder wieder in Richtung von mehr Nationalismus marschieren werden. Das Wirtschaftsmodell Europa der Solidargemeinschaft im Währungsbereich kann nicht durch ein politisches Modell der Allianzen der Großmächte nach mittelalterlichem Szenario ergänzt werden. Das politische Europa war bis jetzt ein Modell, das kleineren Staaten ein überdurchschnittliches Mitspracherecht eingeräumt hat. Dieses Modell kann sich nur durchsetzen, 1. wenn diese Kleinstaaten diese relative Übergewichtung nicht missbrauchen, sondern diese Stellung konsequent zum Brückenbau zwischen Großmächten benutzen, und 2. wenn der nationale Konsens in den größeren Ländern nicht in Richtung nationale Vormachtstellung in Europa ausgebaut wird.

Ist nach Jugoslawien nationales Machtdenken nicht abgeschreckt worden? Fördert gar die europäische Integration nationalistisches und sozialistisches Denken? Die Entwicklung ist umso aufmerksamer zu verfolgen, wie die Realisierung der Wechselkurse die schwächeren Teile einer nationalen Gesamtwirtschaft bloßlegt, und den Konkurrenzdruck gleich der Globalisierung zunehmen lässt. Der Wegfall der Wechselkurse durch die Einführung der einheitlichen Währung hat ein Instrument zur Abfederung exogener Schocks und divergierender wirtschaftlicher Entwicklungen hinfällig gemacht, und deshalb die Notwendigkeit erhoben andere Bereiche flexibler zu gestalten.

Wir stoßen hier auch an die Grenzen der Geldpolitik, die notwendige Entscheidungen auf den Feldern der Finanz-, Steuer-, Sozial- und Wirtschaftspolitik nicht ersetzen kann. Im Gegenteil bei Fehlentwicklungen in anderen Politikbereichen, die die Preisstabilität gefährden, muss die Geldpolitik gegensteuern. Im Fiskalbereich ist durch die Einführung des Stabilitätspaktes ein Minimum an Ausrutschen verhindert worden. Allerdings wurde auch in diesem Bereich in voller Logik klargestellt, dass die Eigenverantwortung der Nationalstaaten auf der Ausgaben- und auf der Einnahmenseite voll bestehen bleiben muss.

Jedes Teilnehmerland ist verantwortlich für seine Steuer- und Sozialsysteme, seine Lohnnebenkosten und seine Bildungssysteme. Jedes Land wäre gut beraten realwirtschaftliche Anpassungen nicht so lange aufzuschieben bis es zu einem Konflikt zwischen dem aufgestauten Anpassungsdruck und der nationalen Anpassungskapazität kommt.

Es gibt allerdings immer wieder Vorstöße sich auf scheinbar bequeme Art den notwendigen strukturellen Anpassungen zu entziehen und Vorschläge zur Harmonisierung als Ergänzung des Binnenmarktes und der Währungsunion in diesem Bereich vorzunehmen. Ich bin in diesem Zusammenhang immer wieder amüsiert festzustellen in welche Widersprüche sich manche verwickeln, die sich gegen eine Sozialunion und für eine Steuerunion aussprechen. Vorschläge zur Harmonisierung arbeitsmarkt- und sozialpolitischer Aktivitäten als Standard im Rahmen einer Sozialunion können ebenso wenig zur Wettbewerbsfähigkeit beitragen wie vergleichbare unmöglich durchführbare Vorstellungen nationale Steuerfehler auf die europäische Ebene zu übertragen. Vom Ordnungspolitischen her ist der Steuerwettbewerb sowie auch der soziale Wettbewerb ein wichtiges Instrument der nationalen Wettbewerbsfähigkeit.

Wo ich allerdings Handlungsspielraum für europäische Initiative sehe, sowohl im Steuerbereich wie auch im sozialen Bereich, sind Mindestnormen festsetzen. Ich verstehe schon, dass man entschieden einem degenerativen Wettlauf nicht nur von Steuerenkungen, sondern auch von Abschaffungen sozialer Errungenschaften entgegentritt, und dass man sich um einen fairen Markt sowohl im Steuerwettbewerb als auch im Sozialwettbewerb bemüht.

In der Steuerdiskussion möchte ich allerdings noch ein weiteres Wort beifügen. Nationale Zentralbanken sind nicht nur besorgt um die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und die Verhinderung von monetären Finanzierungen von Defiziten. Nein, die Zentralbank hat auch ein Auge auf Kapitalausflüsse. Im Moment sehen wir in Europa

Kapitalexporte sowohl durch Direktinvestitionen wie durch Portfolioinvestitionen, und das hauptsächlich auf Grund von niedrigen Anlagemöglichkeiten in Europa, auf Grund von Rigiditäten für Anlagen in der Realwirtschaft. Niedrige Zinsen, akkommodative Währungspolitik, reichliche Liquiditätsvorgabe erklären natürlich einen Teil dieses Verhaltens, aber ein Teil dieser Ausflüsse sind auf die Steuerdiskussion zur Harmonisierung der Kapitalertragssteuer zurückzuführen.

Gespräche über Prinzipieneinigung sind natürlich einfach. Jedermann ist einverstanden. Aber solange durch die angespannte Haushaltssituation in den verschiedenen Ländern jedes Land nur versucht seine eigene Situation nach Europa zu exportieren und keinen Spielraum hat eine europäische Lösung zu akzeptieren, weil sie haushaltspolitisch zu Mindereinnahmen führen könnte, ist natürlich jede Aussicht auf eine Lösung schwierig. Wenn man das dann in eine allgemeine Rhetorik von Steuerharmonisierung einzutauchen versucht ohne auf die verschiedenen Steuerkulturen hinzudeuten, gleitet man gefährlich nahe an Demagogie.

## Dialog

Der Dialog hingegen zwischen den Institutionen insbesondere zwischen der zentralen Geldpolitik und der dezentralen Wirtschaftspolitik sollte weitergetrieben werden. Dieser Dialog muss natürlich klar abgetrennt werden von den Versuchen die beiden Politikbereiche ex ante zu koordinieren, um einen sogenannten „policy mix“ zu erreichen, der die grundsätzlichen Verantwortungen beider Politikbereiche verwischen würde. Eine solche Verwischung würde die Rechenschaftspflicht mindern, die Transparenz herabsetzen und die Unsicherheit über politische Entscheidungen erhöhen, und daher eine große Gefahr für die Destabilisierung der Wirtschaft darstellen.

Der Informationsaustausch zwischen einer Zentralbank und der Politik beinhaltet erfahrungsgemäß 5 Bereiche:

- Überwachung von nationalen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen
- Überwachung der internationalen Finanzbedingungen
- gesamtwirtschaftliche Vorausschau
- Definition makroökonomischer Objektiv
- Information über Politikänderungen

Auf europäischer Ebene hat sich dieser Austausch seit der WWU beim ECOFIN, der 11-er Eurogruppe sowie im Wirtschafts- und Finanzausschuss eingebürgert.

Auch der makroökonomische Dialog muss klarstellen, dass es sich bei diesem um einen Dialog zwischen Partnern handelt, wovon der eine auf europäischem Niveau Entscheidungsgewalt hat, die andere nur auf nationalem Niveau, während Dritte überhaupt keine Entscheidungsbefugnis haben, sondern nur die Kommunikationsträger von regionalen, respektiv nationalen Sozialpartnern sind.

Schlusfolgernd kann man also sagen, dass das Euro-System seine Anfangsprobe bestanden hat, die Bewährungsprobe allerdings noch aussteht im Hinblick auf die eben genannten Anforderungen ohne jetzt auf die viel größeren Anforderungen einzugehen, die sich im Bereich der Erweiterung der EU stellen würden.

## 4.3 LES PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG (BCL)

Les publications de la Banque centrale du Luxembourg (BCL) peuvent être consultées sur le nouveau site Internet de la BCL (<http://www.bcl.lu>) et peuvent être téléchargées. *The BCL's published documents are available on the BCL's new web site (<http://www.bcl.lu>) and can be downloaded.*

### BULLETIN DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

- Bulletin 1999/1 (novembre 1999)
- Bulletin 1999/2 (janvier 2000)

### RAPPORT ANNUEL 1998 (AVRIL 1999)

### EUROPRATIQUE. VADE-MECUM SUR L'INTRODUCTION DE L'EURO (MAI 1998) (existe aussi en versions allemande et portugaise)

---

#### Commande

Les publications sur support papier peuvent être obtenues à la Banque centrale du Luxembourg, dans la limite des stocks disponibles, et aux conditions qu'elle fixe.



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

Secrétariat général  
L-2983 Luxembourg  
Télécopieur: +352 4774-4910

---



## 4.4 LES DOCUMENTS RÉCENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

*Recent documents published by the European Central Bank (ECB)*

Pour une liste complète des documents publiés par la BCE, ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'Union européenne, veuillez consulter le site Internet de la BCE (<http://www.ecb.int>). *For a complete list of the documents published by the ECB and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the web site of the ECB (<http://www.ecb.int>).*

---

### BULLETIN MENSUEL

#### *Monthly Bulletin*

La version anglaise du Bulletin mensuel de la BCE est diffusée gratuitement aux abonnés des publications de la BCL. *The English version of the ECB Monthly Bulletin is distributed free of charge to the subscribers of the BCL publications.*

Articles récents parus en 1999 / *Recent articles published in 1999:*

*Inflation differentials in a monetary union, [October 1999](#)*

*ESCB preparations for the year 2000, [October 1999](#)*

*Stability-oriented policies and developments in long-term real interest rates in the 1990s, [November 1999](#)*

*TARGET and payments in euro, [November 1999](#)*

*Legal instruments of the European Central Bank, [November 1999](#)*

---

### RAPPORT ANNUEL 1998

#### *Annual Report 1998*

Le Rapport Annuel est diffusé gratuitement aux abonnés des publications de la BCL. *The Annual Report is distributed free of charge to the subscribers of the BCL publications.*

---

### RÉCENTES ÉTUDES

#### *Recent Working Paper Series*

*"The demand of M3 in the euro area" by G. Coenen and J. L. Vega, [September 1999](#)*

*"A cross-country comparison of market structures in European banking" by O. de Bandt and E. P. Davis, [September 1999](#)*

*"Inflation zone targetting" by A. Orphanides and V. Wieland, [October 1999](#)*

## AUTRES PUBLICATIONS

---

### *Other publications*

*"The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures"*, [September 1998](#)

*Compendium: collection of legal instruments, June 1998 - May 1999*,  
[October 1999](#) (also available in French and in German)

*"European Union balance of payments/international investment position statistical methods"*,  
[November 1999](#)

*"Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper"*, [November 1999](#)

*"Money and Banking Statistics Sector Manuel"*, second edition, [November 1999](#)

*"Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States"*, [November 1999](#)

*"Correspondent central banking model (CCBM)"*, [November 1999](#)

*"Cross-border payments in TARGET: A users' survey"*, [November 1999](#)

*"Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series"*,  
[November 1999](#)

## BROCHURES D'INFORMATION

---

### *Information brochures*

*"The euro banknotes and coins"*, [July 1999](#)

*"TARGET: facts, figures, future"*, [September 1999](#)

---

### **Commande / Order**

Les publications de la BCE peuvent être obtenues gratuitement auprès du Service Presse de la BCE. Veuillez transmettre votre commande par écrit à l'adresse postale de la BCE. *The publications of the ECB are available to interested parties free of charge from the ECB Press Division. Please submit orders in writing to the postal address of the ECB.*

BCE/ECB  
Postfach 160319  
D-60066 Frankfurt am Main  
<http://www.ecb.int>

---

## 4.5 LA LISTE DES ABRÉVIATIONS

|          |  |            |  |
|----------|--|------------|--|
| AGDL     | Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg  | IPC        | Indice des prix à la consommation  |
| BAFI     | Base des agents financiers   | LIPS Gross | Luxembourg Interbank Payment System Real-Time Gross Settlement System  |
| BCE      | Banque centrale européenne   |            |  |
| BCL      | Banque centrale du Luxembourg  | LIPS Net   | Luxembourg Interbank Payment System Real-Time Net Settlement System  |
| BCN      | Banque(s) centrale(s) nationale(s)   |            |  |
| BEI      | Banque européenne d'investissement   | MFIs       | Monetary Financial Institutions  |
| BERD     | Banque européenne pour la reconstruction et le développement   | NCB(s)     | National central bank(s)   |
| BIS      | Bank for International Settlements   | OCDE       | Organisation de coopération et de développement économiques  |
| BRI      | Banque des règlements internationaux   | OECD       | Organisation for Economic Cooperation and Development  |
| CAIL     | Commission chargée d'étudier l'amélioration de l'infrastructure législative de la place financière de Luxembourg | OICV       | Organisation internationale des commissions de valeurs   |
| CE       | Communauté européenne  | OPC        | Organisme de placement collectif   |
| CEC      | Centre d'échange d'opérations à compenser du système financier belge   | OPCVM      | Organisme de placement collectif en valeurs mobilières   |
| CEE      | Communauté économique européenne   | OPEP       | Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole   |
| CETREL   | Centre de transferts électroniques   | PIB        | Produit intérieur brut   |
| CPI      | Consumer Price Index   | PSC        | Pacte de stabilité et de croissance  |
| CSSF     | Commission de surveillance du secteur financier  | PSF        | Autres professionnels du secteur financier   |
| DTS      | Droit de tirage spécial  | RTGS       | Real-Time Gross Settlement System  |
| EC       | European Community   | RTGS-L     | Real-Time Gross Settlement System – Luxembourg   |
| ECG      | Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds  | SDR        | Special Drawing Right  |
| EEC      | European Economic Community  | SEBC       | Système européen de banques centrales  |
| EMI      | European Monetary Institute  | SEC        | Système européen de comptes  |
| EMS      | European Monetary System   | SICAF      | Société d'investissement à capital fixe  |
| EMU      | Economic and Monetary Union  | SICAV      | Société d'investissement à capital variable  |
| ESCB     | European System of Central Banks   | SME        | Système monétaire européen   |
| EU       | European Union   | SWIFT      | Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.   |
| EUROSTAT | Office statistique de l'Union européenne   | SYPAL-GIE  | Groupement pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg, groupement d'intérêt économique |
| FBCF     | Formation brute de capital fixe  | TARGET     | Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer System  |
| FCP      | Fonds commun de placement  | UCI        | Undertaking for Collective Investments   |
| FDC      | Fleur de coin  | UCITS      | Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities  |
| FMI      | Fonds monétaire international  | UE         | Union européenne   |
| GAFI     | Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux                                       | UEBL       | Union économique belgo-luxembourgeoise   |
| GDP      | Gross domestic product   | UEM        | Union économique et monétaire  |
| IADB     | Inter American Development Bank  | UNC coins  | Uncirculated coins   |
| IBLC     | Institut belgo-luxembourgeois du change  |            |  |
| IGF      | Inspection générale des finances   |            |  |
| IFM      | Institutions financières monétaires  |            |  |
| IME      | Institut monétaire européen  |            |  |
| IMF      | International Monetary Fund  |            |  |
| IML      | Institut monétaire luxembourgeois  |            |  |
| IOSCO    | International Organisation of Securities Commissions   |            |  |

