



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

RAPPORT ANNUEL 2003

2003
2003
2003
2003
2003
2003
2003
2003
2003
2003
2003
2003
2003
2003
2003

BCE ECB EZB EKT EKP





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



En 2004, toutes
les publications
de la BCE
comporteront
un motif figurant
sur le billet
de 100 euros.

RAPPORT ANNUEL 2003

© Banque centrale européenne, 2004

Adresse

Kaiserstrasse 29
D-60311 Francfort-sur-le-Main
Allemagne

Adresse postale

Postfach 16 03 19
D-60066 Francfort-sur-le-Main
Allemagne

Téléphone

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Télécopie

+49 69 1344 6000

Télex

411 144 ecb d

Traduction effectuée par la Banque nationale de Belgique et la Banque de France. Les photocopies à usage éducatif et non commercial sont autorisées en citant la source.

Achevé de rédiger le 27 février 2004

ISSN 1561-4581 (version papier)
ISSN 1725-289X (internet)

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS

CHAPITRE I

LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE

I LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO

- 1.1 L'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE
- 1.2 Les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont atteint des niveaux historiquement bas en 2003

2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES, FINANCIÈRES ET ÉCONOMIQUES

- 2.1 Les évolutions monétaires et financières
- 2.2 Les évolutions de prix
- 2.3 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail
- 2.4 Les évolutions budgétaires
- 2.5 L'environnement macroéconomique international, les taux de change et la balance des paiements

3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES PAYS DE L'UE HORS ZONE EURO

CHAPITRE 2

LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE

I LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT

- 1.1 Les opérations de politique monétaire
- 1.2 Les opérations de change
- 1.3 Les activités de placement

2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES

- 2.1 Le système *Target*
- 2.2 Le système *Target 2*
- 2.3 L'utilisation transfrontière d'actifs éligibles

3 LES BILLETS ET PIÈCES

- 3.1 La circulation des billets et pièces en euros et le traitement de la monnaie fiduciaire
- 3.2 Les évolutions des faux billets en euros et de la lutte contre la contrefaçon
- 3.3 L'émission et la production des billets

4 L'AMÉLIORATION DU CADRE EXISTANT ET L'ÉTABLISSEMENT DE NOUVELLES STATISTIQUES

- 4.1 Les nouvelles statistiques
- 4.2 La stratégie à moyen terme en matière de statistiques
- 4.3 Les améliorations apportées au cadre institutionnel et juridique des statistiques

5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE

- 5.1 Les domaines de recherche
- 5.2 Les réseaux de recherche
- 5.3 La modélisation macroéconométrique de la zone euro
- 5.4 Les conférences et programmes pour les chercheurs invités

6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS

- 6.1 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié
- 6.2 Les fonctions consultatives
- 6.3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires
- 6.4 Les services de gestion des réserves

CHAPITRE 3

LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES

I LA STABILITÉ FINANCIÈRE

- 1.1 Le suivi de la stabilité financière
- 1.2 La coopération dans les situations de crise

2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES	122	CHAPITRE 6	
2.1 Le dispositif Lamfalussy	122	LA COMMUNICATION EXTERNE	
2.2 Le secteur bancaire	122	1 LA POLITIQUE DE COMMUNICATION	164
2.3 Les valeurs mobilières	124	2 LES INSTRUMENTS DE COMMUNICATION	165
2.4 Divers	124	3 LES THÈMES DE COMMUNICATION EN 2003	166
3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE	126	CHAPITRE 7	
4 LA SURVEILLANCE DE L'INFRASTRUCTURE DE MARCHÉ	133	L'ÉLARGISSEMENT DE L'UNION EUROPÉENNE	
4.1 La surveillance des systèmes de paiement de montant élevé	133	1 LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES ET LEURS IMPLICATIONS	171
4.2 Les services de paiement de masse	136	1.1 Les évolutions économiques	171
4.3 Les systèmes de compensation et de règlement de titres	137	1.2 L'évolution des marchés financiers dans les nouveaux pays adhérents	174
CHAPITRE 4		2 L'ÉVOLUTION DU CADRE JURIDIQUE	177
LES QUESTIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES		3 LES PRÉPARATIFS EN VUE DE L'ADHÉSION	178
1 LES QUESTIONS EUROPÉENNES	142	3.1 Les opérations de banque centrale	178
1.1 Les questions de politique économique	142	3.2 Les systèmes de paiement et de règlement	179
1.2 Les modifications institutionnelles de certains organes européens	147	3.3 Les billets de banque	180
2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES	148	3.4 Les statistiques	180
2.1 Le système monétaire et financier international	148	3.5 L'infrastructure et les applications informatiques	181
2.2 La coopération avec les pays hors UE		CHAPITRE 8	
CHAPITRE 5		LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS	
LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ		1 LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE	184
1 LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC	156	1.1 L'Eurosystème et le système européen de banques centrales	184
2 LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU PARLEMENT EUROPÉEN	158	1.2 Le Conseil des gouverneurs	185
2.1 Vue d'ensemble des relations avec le Parlement européen en 2003	158	1.3 Le Directoire	188
2.2 Les points de vue de la BCE sur certains sujets évoqués lors des réunions avec le Parlement européen	158	1.4 Le Conseil général	190
		1.5 Les comités du SEBC et le Comité budgétaire	191
		1.6 Le gouvernement d'entreprise	192

2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION	194		
2.1 Les ressources humaines	194		
2.2 Les mesures visant à renforcer le fonctionnement de l'organisation interne	195		
2.3 Les nouveaux sites de la BCE	196		
3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC	198		
4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE	201		
Bilan au 31 décembre 2003	202		
Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2003	204		
Les principes et méthodes comptables	205		
Annexe au bilan	209		
Annexe au compte de résultat	215		
Annexe relative à la répartition des pertes	218		
Rapport des commissaires aux comptes	219		
5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSystème AU 31 DÉCEMBRE 2003	220		
ANNEXES	224		
INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE	224		
AVIS ADOPTÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE	227		
DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS JANVIER 2003	231		
CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSystème	235		
GLOSSAIRE	237		
LISTE DES ENCADRÉS, TABLEAUX ET GRAPHIQUES			
ENCADRÉS			
1 Les travaux de recherche concernant l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE	20		
2 Le marché des titres de créance d'entreprises dans les pays de la zone euro	31		
		Graphique : Encours de titres de créance libellés en euros émis par les sociétés autres que les IFM de la zone euro	32
		3 L'évolution de la situation financière des ménages et des sociétés non financières de la zone euro	35
		Graphique A : Dette des agents non financiers du secteur privé	35
		Graphique B : Capacité/besoin de financement des agents non financiers du secteur privé	35
		4 Les écarts d'inflation dans la zone euro : origines possibles et implications pour la politique économique	46
		Graphique : Dispersion de l'inflation dans la zone euro	47
		5 Les progrès des réformes structurelles sur les marchés de produits et du travail de la zone euro	53
		6 L'importance de réformes globales pour des finances publiques soutenables	62
		7 La gestion des risques liée à la fourniture de crédit dans le cadre des opérations de politique monétaire et des systèmes de paiement	90
		8 Les meilleures pratiques à l'usage des intervenants de marché participant aux opérations dans le cadre du MBCC, adoptées par la Fédération bancaire de l'Union européenne, le Groupement européen des caisses d'épargne et l'Association européenne des banques coopératives	99
		9 Les mesures de l'intégration financière dans la zone euro	130
		10 Le réseau de recherche sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe	131
		11 La procédure concernant les déficits excessifs	145
		12 La déclaration relative à la mission de la BCE	167
		TABLEAUX	
		1 Tableau synthétique des variables monétaires	27

2 Répartition sectorielle de l'encours de titres de créance émis par les résidents de la zone euro	33	14a Indices des cours des actions	43
3 Financements et placements financiers des agents non financiers de la zone euro	34	14b Volatilité implicite des marchés boursiers	43
4 Évolution des prix	44	15 Ventilation de l'IPCH : principales sous-composantes	45
5 Indicateurs de coûts salariaux	50	16 Contributions des sous-composantes à l'IPCH	45
6 Structure de la croissance du PIB en volume	52	17 Ventilation des prix à la production	50
7 Évolutions du marché du travail	57	18 Ventilation sectorielle de la rémunération par tête	51
8 Situations budgétaires dans la zone euro	59	19 Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume	55
9 Indicateurs macroéconomiques pour le Danemark	70	20 Indicateurs de confiance	56
10 Indicateurs macroéconomiques pour la Suède	73	21 Exportations de biens et production industrielle	56
11 Indicateurs macroéconomiques pour le Royaume-Uni	75	22 Chômage	58
12 Flux de paiements dans <i>Target</i>	95	23 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro	66
13 Répartition de la production des billets en euros en 2003	105	24 Solde du compte de transactions courantes et de ses composantes	67
GRAPHIQUES		25 Exportations extra-zone euro, demande étrangère et taux de change effectif nominal	68
1 Anticipations d'inflation à long terme	18	26 Compte financier	69
2 Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour	22	27 Indicateurs économiques et financiers relatifs aux pays de l'UE hors zone euro et à la zone euro	71
3 Croissance de M3 et valeur de référence	26	28 Facteurs de la liquidité et utilisation des facilités permanentes dans la zone euro en 2003	81
4 Estimations du <i>money gap</i> nominal et réel	27	29 Actifs de niveau 1 éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème	86
5 Variations de M3 et de ses contreparties	28	30 Utilisation des garanties dans les opérations de crédit de l'Eurosystème	88
6 Ventilation sectorielle des titres de créance émis par les résidents de la zone euro	30	31 Évolution des garanties transfrontières en pourcentage du total des garanties fournies à l'Eurosystème	100
7 Endettement des agents non financiers	33	32 Valeur totale des billets en circulation entre 2000 et 2003	101
8 Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro	37	33 Nombre total de billets en euros en circulation en 2002 et 2003	101
9 Taux d'intérêt des contrats Euribor 3 mois et volatilité implicite	38	34 Nombre de billets en euros en circulation en 2002 et 2003	102
10 Rendements des emprunts publics à long terme	39	35 Publication de documents de travail de la BCE	109
11 Rendement réel de l'OAT€i et point mort d'inflation de la zone euro	40	36 Documents de travail de la BCE : classement selon la grille du <i>Journal of Economic Literature</i>	110
12 Taux d'intérêt à court terme appliqués par les IFM et taux de marché à court terme	41		
13 Taux d'intérêt à long terme appliqués par les IFM et taux de marché à long terme	42		

ABRÉVIATIONS

PAYS

BE	Belgique
DK	Danemark
DE	Allemagne
GR	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IE	Irlande
IT	Italie
LU	Luxembourg
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
FI	Finlande
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
JP	Japon
US	États-Unis

AUTRES

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque(s) centrale(s) nationale(s)
BRI	Banque des règlements internationaux
CUMIM	Coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière
Cvs	Corrigé des variations saisonnières
FMI	Fonds monétaire international
IFM	Institution(s) financière(s) monétaire(s)
IME	Institut monétaire européen
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Indice des prix à la production
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes nationaux 1995
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire

Ainsi qu'il est d'usage dans la Communauté, les États membres de l'UE et les pays candidats à l'adhésion sont énumérés dans ce *Rapport* en suivant l'ordre alphabétique de leur nom dans la langue nationale.

Depuis 1998, la BCE organise une série d'expositions sur « L'art contemporain dans les États membres de l'Union européenne ». Chaque exposition a vocation à donner au personnel et aux visiteurs de la BCE un aperçu de la création artistique dans un pays de l'UE. Le choix s'est porté sur l'art contemporain, miroir de l'époque qui a vu l'Union monétaire devenir réalité.

Certaines œuvres d'art sont acquises pour enrichir le fonds de la Collection artistique de la BCE. Les huit intercalaires qui séparent les chapitres de ce *Rapport annuel* présentent une sélection d'œuvres appartenant à cette collection.

Artiste : Hans Vandekerckhove

Titre : Landschappeling, 2000

Support : Huile sur toile, Format : 200 × 160 cm

14

Artiste : José María Sicilia

Titre : La luz que se apaga, 1997

Support : Cire, huile et papier sur bois, Format : 185 × 157 cm

78

Artiste : Gerhard Balder

Titre : Roter Nautilus, 1995

Support : Huile sur toile, Format : 70 × 54 cm

116

Artiste : Jens Fänge

Titre : Jugend, 2003

Support : Huile sur toile, Format : 132 × 122 cm

140

Artiste : Kyriakos Mortarakos

Titre : Sans titre

Support : Matériaux divers sur toile, Format : 220 × 320 cm

154

Artiste : Gérard Garouste

Titre : La duègne et le pénitent, 1998

Support : Huile sur toile, Format : 195 × 160 cm

162

Artiste : Árpád Szabados

Titre : Sans titre, 1995

Support : Matériaux divers sur toile, Format : 120 × 90 cm

168

Artiste : Koen Vermeule

Titre : Sans titre (détail), 2002

Support : Huile sur toile, Format : 210 × 210 cm

182

AVANT-PROPOS



Depuis la mise en place de la BCE, la stratégie de politique monétaire a conféré une assise solide au processus interne de décision et fourni un cadre cohérent de communication externe, renforçant ainsi la responsabilité de la BCE vis-à-vis du public. En effet, il apparaît que, depuis 1999, les anticipations d'inflation à long terme, qui permettent de mesurer la crédibilité de la banque centrale, ont été conformes à la définition de la stabilité des prix de la BCE. Le recul de l'incertitude relative à l'inflation future a contribué à réduire la prime de risque intégrée dans les taux d'intérêt et par conséquent les coûts réels de financement. Il était tout à fait naturel qu'à la lumière de l'expérience acquise depuis plus de quatre ans et des commentaires des observateurs externes, le Conseil des gouverneurs ait souhaité dresser un bilan et engager une réflexion systématique sur sa stratégie.

Durant la plus grande partie de l'année passée, Wim Duisenberg a présidé aux destinées de la BCE. Je tiens à lui rendre hommage. Sous son impulsion, l'IME, la BCE et les BCN ont relevé tous les défis auxquels ils avaient à faire face : la bascule à l'euro, dès le 4 janvier 1999, de tous les marchés de capitaux et des opérations scripturales, le passage à l'an 2000 et le passage à l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002. L'Eurosystème lui doit d'avoir été perçu comme une banque centrale hautement crédible, menant une politique éprouvée, agissant en bon gardien de la monnaie et maintenant la stabilité des prix et la confiance dans l'euro. Nous lui sommes tout particulièrement redevables de son pilotage efficace de l'équipe monétaire européenne unie et nous nous attacherons, mes collègues du Directoire et moi-même, à préserver et à renforcer cet héritage dans les années à venir.

En décembre 2002, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé sa décision de mener une évaluation exhaustive de sa stratégie de politique monétaire au premier semestre 2003.

Le 8 mai 2003, le Conseil des gouverneurs a annoncé les résultats de cette évaluation. Il a confirmé la définition de la stabilité des prix annoncée en octobre 1998 comme une progression de l'IPCH inférieure à 2 % pour la zone euro. Parallèlement, le Conseil a précisé que, dans le cadre de la poursuite de l'objectif de stabilité des prix, il visait à maintenir les taux d'inflation à des niveaux inférieurs mais proches de 2 % à moyen terme. Le Conseil a également confirmé que ses décisions de politique monétaire continueraient d'être fondées sur un diagnostic approfondi des risques pesant sur la stabilité des prix, reposant sur une analyse économique et une analyse monétaire. Le Conseil a souligné qu'il continuerait de recouper les informations fournies par l'analyse économique approfondie avec l'analyse monétaire dans une perspective de moyen et long termes en vue de porter un jugement unique sur les risques pour la stabilité des prix. Afin de souligner le caractère à plus long terme de la valeur de référence pour la croissance monétaire, le Conseil a décidé de ne plus procéder annuellement au réexamen de cette valeur. La confirmation et la clarification des principaux éléments de son concept de politique monétaire orientée vers la stabilité ont

permis au Conseil de mieux faire comprendre la stratégie de la BCE en Europe et dans le monde entier.

Au premier semestre 2003, l'activité économique a été très faible en raison tant de la montée des tensions géopolitiques liées à la situation en Irak que de l'incertitude prévalant sur les marchés financiers. Ce n'est qu'à partir de l'été 2003 que la confiance dans l'économie de la zone euro s'est progressivement améliorée et que les signes d'une reprise économique mondiale se sont renforcés. Globalement, la croissance du PIB en volume s'est établie à 0,4 % en 2003 après 0,9 % en 2002. Au cours des derniers mois, l'activité économique dans la zone euro s'est raffermie. La progression de ses exportations est restée forte sous l'effet du dynamisme de l'économie mondiale. En outre, les conditions d'un redressement de la demande intérieure sont réunies, notamment grâce au bas niveau des taux d'intérêt et à des conditions de financement généralement favorables. La performance économique décevante de la zone euro enregistrée ces dernières années souligne son manque de flexibilité et, partant, sa vulnérabilité aux chocs extérieurs. Des progrès ont, certes, été réalisés à cet égard, nous le reconnaissons et nous nous en félicitons, mais des efforts continus et importants sont encore nécessaires pour mettre en œuvre les réformes structurelles qui stimuleront la croissance de l'emploi et le taux d'activité de la zone euro, augmenteront sa productivité et renforceront son potentiel de croissance. En outre, compte tenu des évolutions démographiques, une action correctrice doit être engagée pour assurer la viabilité des régimes de retraite et d'assurance maladie.

En 2003, l'inflation annuelle, mesurée par l'IPCH, est revenue à 2,1 %, après 2,3 % en 2002. La persistance de taux d'inflation supérieurs à 2 % a été essentiellement due à l'augmentation non prévue de certaines composantes volatiles de l'IPCH (telles que les cours du pétrole et les prix des produits

alimentaires non transformés au second semestre 2003) mais elle est également liée en partie aux hausses de la fiscalité indirecte et des prix administrés intervenues au cours de 2003. Dans une perspective à moyen terme, il avait été prévu que les tensions inflationnistes en 2003 s'inscriraient en ligne avec la stabilité des prix.

Le scénario de perspectives favorables en matière de stabilité des prix n'a pas été compromis par la poursuite de la vive croissance monétaire en 2003. En effet, cette vigueur résulte en partie du degré élevé d'incertitude pesant sur l'environnement économique et les marchés financiers au premier semestre 2003, qui a suscité des réaménagements de portefeuille en faveur de placements à court terme liquides, sûrs et inclus dans M3. L'accumulation d'un excès de liquidité n'a donc pas été considérée comme préoccupante, en dépit de la nécessité d'être vigilant si un tel niveau devait persister en phase d'accélération de la croissance.

Au regard de la modération des tensions inflationnistes au premier semestre 2003, les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont été abaissés de 25 points de base en mars et de 50 points de base en juin. En conséquence, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement a atteint le niveau historiquement bas de 2,0 %. Ces décisions étaient conformes avec l'objectif de maintenir des taux d'inflation inférieurs mais proches de 2 % à moyen terme. Les niveaux très bas des taux d'intérêt ont également permis de contrebalancer en partie les différents facteurs ayant exercé une incidence défavorable sur l'activité économique. Au second semestre 2003, les taux d'intérêt directeurs de la BCE n'ont pas été modifiés, l'orientation de la politique monétaire ayant été considérée comme appropriée pour préserver la stabilité des prix à moyen terme.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, la plupart des États membres n'ont pas réussi à atteindre les objectifs fixés dans les programmes de stabilité présentés fin 2002 et

début 2003. Le déficit budgétaire moyen de la zone euro s'est creusé, passant de 2,3 % du PIB en 2002 à 2,7 % du PIB en 2003. De plus, la situation budgétaire est demeurée une source de préoccupation dans les pays qui avaient déjà enregistré des déséquilibres importants en 2002. Le 25 novembre, le Conseil Ecofin a décidé de ne pas suivre les recommandations de la Commission concernant l'Allemagne et la France, et de suspendre les procédures de déficit excessif lancées à leur encontre. Ces deux pays se sont engagés à corriger leurs déficits excessifs dès que possible et en 2005 au plus tard, alors que le Conseil indiquait qu'il était disposé à agir conformément à l'article 104 (9) du traité instituant la Communauté européenne, relançant ainsi la procédure de déficit excessif, si ces deux pays ne respectaient pas leurs engagements. Les autres pays encore confrontés à des déséquilibres budgétaires doivent également progresser en vue de parvenir à des situations budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent à moyen terme.

Il est essentiel de maintenir la confiance dans la solidité des finances publiques ainsi que dans les fondements économiques et institutionnels de l'UEM. Le Conseil des gouverneurs estime que toutes les parties concernées doivent se montrer à la hauteur de leurs responsabilités et de leurs engagements. À terme, il est essentiel que l'assainissement budgétaire et les réformes structurelles soient mis en œuvre. Cela pourrait également avoir des effets positifs à brève échéance, en renforçant la confiance du public dans la crédibilité des règles budgétaires et la soutenabilité à long terme des finances publiques. De plus, les réformes des dépenses publiques et de la fiscalité, ainsi qu'une réorientation des priorités en faveur des dépenses productives, favoriseraient la croissance potentielle.

Au 1^{er} mai 2004, dix nouveaux pays rejoindront l'UE, et dix nouvelles banques centrales deviendront membres du SEBC. Cet événement politique et économique majeur, qui intervient

seulement une quinzaine d'années après la chute du mur de Berlin et une douzaine d'années après la signature du traité de Maastricht, souligne la rapidité des évolutions historiques. Dans leur domaine de compétence, la BCE et les BCN, en coopération avec les banques centrales des nouveaux pays adhérents, ont mené à bien des travaux préparatoires de grande envergure pour assurer une intégration harmonieuse de ces dernières au sein du SEBC. Pour relever ce défi, la BCE a recruté et continue de recruter de nouveaux collaborateurs, notamment des experts des dix nouveaux pays qui contribueront, grâce à leurs compétences et leur formation spécifique, à l'efficacité et au dynamisme de la BCE. De plus, les gouverneurs des banques centrales de ces pays ont été invités, depuis juin 2003, à participer aux réunions du Conseil général en tant qu'observateurs, alors que les experts de leurs institutions participent, sous le même statut, aux comités du SEBC depuis avril 2003.

L'adhésion de dix nouveaux pays constitue un événement historique et institutionnel majeur pour l'UE, qui a incité les Européens à préparer un nouveau canevas constitutionnel dans le cadre des travaux relatifs à la Convention sur l'avenir de l'Europe. La BCE a suivi très attentivement les travaux de la Convention et de la conférence intergouvernementale et contribué aux délibérations relatives aux missions et au mandat de la BCE et du SEBC. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a accueilli favorablement, dans l'ensemble, le projet de traité établissant une Constitution pour l'Europe (projet de constitution), étant entendu qu'il ne comprendrait pas de modification de fond des missions, du mandat, du statut et du régime juridique de la BCE et du SEBC. La BCE a principalement demandé l'introduction d'une référence à la « croissance non inflationniste » ou à la « stabilité des prix » dans l'article I-3 (3) relatif aux objectifs de l'UE. Une telle référence, d'importance fondamentale, faisait défaut dans le texte de la Convention. La BCE a également suggéré de reconnaître l'indépendance des BCN dans l'article I-29, d'introduire une référence au

terme communément utilisé d'« Eurosystem » dans le projet de constitution et d'ajouter dans l'article III-90 une référence explicite aux responsabilités du SEBC quant à la place de l'euro dans le système monétaire international.

En ce qui concerne l'organisation et le fonctionnement de la BCE, l'année 2003 a été particulièrement riche en défis pour cette institution. À la fin de l'exercice, les comptes annuels de la BCE se sont soldés par une perte de 477 millions d'euros. Cette perte, qui provient principalement des moins-values latentes en euros sur les portefeuilles d'actifs en dollars détenus par la BCE, intervient après prise en compte de tous les revenus de la BCE, y compris le revenu monétaire, et de la reprise de provisions constituées les années précédentes contre les risques de change et de taux d'intérêt, pour un montant de 2,6 milliards d'euros. La dépréciation du dollar des États-Unis en 2003 s'est traduite par d'importantes moins-values latentes qui sont considérées, conformément au principe de prudence, comme des pertes réalisées et comptabilisées au compte de résultat, alors que les plus-values latentes sont enregistrées dans un compte de réévaluation. De plus, les niveaux historiquement bas des taux d'intérêt prévalant en 2003 et leur évolution, tant sur les principales monnaies de réserve de la BCE que sur l'euro, ont entraîné une diminution des produits d'intérêt, y compris au titre des actifs servant de contrepartie aux billets en circulation.

À fin 2003, la BCE employait 1 217 personnes, contre 1 109 à fin 2002. Depuis le 1^{er} janvier 2003, toutes les offres de postes sont ouvertes aux ressortissants des nouveaux pays adhérents, et la BCE a lancé avec succès des campagnes visant spécifiquement à recruter des traducteurs, juristes-linguistes et conseillers juridiques de ces pays. Actuellement, trente-neuf personnes provenant des nouveaux pays adhérents sont employées par la BCE dans le cadre de contrats d'une durée supérieure à un an.

Depuis 1998, la BCE s'est développée à un rythme régulier et ses effectifs ont fortement augmenté, ce qui a rendu nécessaire d'améliorer en permanence le fonctionnement de l'organisation interne. Dans ce contexte, le Directoire a décidé de lancer un certain nombre d'enquêtes auprès du personnel sur les questions relatives à la culture d'entreprise, à la communication interne et à l'efficacité de l'organisation. Se fondant sur des résultats d'enquêtes, le Directoire a décidé de faire évoluer la gestion de la BCE dans le cadre du projet *ECB in Motion* (la BCE en mouvement). Quatre équipes de projet ont été mises en place sous l'égide d'un bureau des projets et du Directoire. En octobre 2003, le Directoire a approuvé un certain nombre de mesures dont la mise en œuvre est prévue pour juillet 2004. Notre objectif consiste à améliorer le fonctionnement et l'efficacité de la BCE, à renforcer la gestion des ressources humaines et à promouvoir, au sein de l'ensemble du personnel, les valeurs propres aux banques centrales que sont l'efficacité, l'impartialité, la discrétion et des normes éthiques élevées. L'esprit fondamental du projet *ECB in Motion* consiste à élargir aux différents aspects du fonctionnement de la BCE la notion d'équipe, en appliquant ce principe de façon plus systématique et efficace, que ce soit par une délégation de responsabilités accrue accordée au personnel, par des rémunérations plus directement liées au mérite ou par la promotion d'un environnement d'ouverture et de coopération.

Francfort-sur-le-Main, mars 2004

A blue ink signature, likely of Jean-Claude Trichet, consisting of a stylized 'J' and 'T' followed by a horizontal line.

Jean-Claude Trichet

Artiste
Hans Vandekerckhove
Titre
Landschappeling, 2000
Support
Huile sur toile
Format
200 × 160 cm



CHAPITRE I

LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE

I LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LA ZONE EURO

I.1 L'ÉVALUATION DE LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE, qui conduit depuis plus de quatre ans la politique monétaire de la zone euro, a procédé, au premier semestre 2003, à une évaluation approfondie de la stratégie de politique monétaire de la BCE afin de dresser le bilan de l'expérience acquise à ce jour. Cette évaluation a pris en compte le débat public sur une conception appropriée de la politique monétaire et sur les résultats d'études techniques élaborées par les experts de l'Eurosystème en support de cet exercice (cf. encadré 1). Le 8 mai 2003, le Conseil des gouverneurs a annoncé les résultats de son évaluation. Celle-ci portait à la fois sur la quantification de l'objectif de stabilité des prix de la BCE et sur le cadre d'analyse des risques pesant sur cette stabilité¹.

L'OBJECTIF DE STABILITÉ DES PRIX

En octobre 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé une définition quantitative de son objectif de stabilité des prix dans les termes suivants : « une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro inférieure à 2 % ». En faisant référence à une progression de l'IPCH inférieure à 2 %, cette définition posait clairement que l'inflation et la déflation étaient toutes deux incompatibles avec la stabilité des prix. La définition de la stabilité des prix n'indiquait aucun plancher explicite pour les taux d'inflation, ce qui traduisait l'incertitude entourant l'ampleur d'un biais potentiel de mesure de l'IPCH et sa variabilité dans le temps. La limite haute a été fixée à un niveau largement supérieur à zéro afin d'intégrer dans la définition une marge de sécurité suffisante pour se prémunir contre les risques de déflation. Parallèlement, ce plafond de 2 % a été considéré comme suffisamment bas pour permettre de tirer profit des avantages de la stabilité des prix.

Le Conseil des gouverneurs a également souligné que la « stabilité des prix doit être

maintenue à moyen terme ». Il a ainsi reconnu que la politique monétaire n'est pas appropriée pour contrôler les prix ou procéder au réglage fin des évolutions économiques sur de courtes périodes.

Dans son annonce du 8 mai 2003, le Conseil des gouverneurs a confirmé sa définition de la stabilité des prix. Le Conseil a, par ailleurs, précisé que, dans le cadre de cette définition, son objectif est de maintenir le taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Dans sa quantification de l'objectif de stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a de nouveau pris explicitement en considération tant les coûts de l'inflation que les arguments conduisant à tolérer de faibles taux d'inflation.

Les coûts liés à l'inflation sont bien connus. Des études récentes donnent à penser qu'ils peuvent en fait être supérieurs à ce que la théorie indiquait précédemment, même dans le cas de taux d'inflation modérés. En particulier, l'inflation perturbe la fonction d'indicateur des modifications des prix relatifs et détourne les ressources des emplois productifs vers des activités visant à protéger les investisseurs contre elle. En outre, l'inflation amplifie les effets de distorsion exercés par la fiscalité et peut renforcer l'incertitude et donc accroître les primes de risques, empêchant ainsi l'accumulation de capital dans l'économie. D'un point de vue de redistribution, l'inflation accroît l'inégalité dans la mesure où elle pénalise les groupes les plus vulnérables de la société qui sont moins en mesure de se protéger contre ses coûts. Pour ces raisons et en l'absence même d'autres considérations, de solides arguments semblent plaider en faveur d'une stabilité des prix au sens strict.

Néanmoins, nonobstant les coûts significatifs de l'inflation, plusieurs éléments indiquent également qu'il convient de maintenir un taux

¹ Cf. également l'article intitulé *Les résultats de l'évaluation par la BCE de sa stratégie de politique monétaire* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juin 2003

d'inflation légèrement positif. Le premier argument a trait à la présence d'un plancher égal à zéro pour les taux d'intérêt nominaux et aux risques de déflation. Le problème du plancher s'explique par le fait qu'une banque centrale ne peut faire tomber les taux d'intérêt nominaux à des niveaux inférieurs à zéro. Toute tentative en ce sens se solderait probablement par un échec, dans la mesure où le public préférera détenir des liquidités, dont le rendement nominal est nul, plutôt que de prêter ou détenir des dépôts à un taux négatif. Dans ces conditions, une période prolongée de déflation causée par une série de chocs négatifs provenant de la demande globale peut limiter la capacité de la banque centrale à réduire les taux d'intérêt réels afin de stimuler cette demande et de contrer les pressions déflationnistes. Bien que d'autres mesures de politique monétaire soient envisageables même en cas de taux d'intérêt nominaux nuls, il est prudent de maintenir une marge de sécurité en visant un taux d'inflation positif, mais faible, plutôt qu'une inflation zéro.

Le deuxième argument en faveur du maintien d'un taux d'inflation positif modéré concerne l'existence potentielle d'un biais de mesure dans l'indice des prix, faute de pouvoir en particulier intégrer correctement les modifications de qualité des biens et services. Cela signifierait que prendre pour cible un taux d'inflation mesuré égal à zéro pourrait, en fait, conduire à un recul des prix. Même si l'ampleur du biais de mesure affectant l'IPCH de la zone euro est incertaine, les études disponibles indiquent qu'il est vraisemblablement limité.

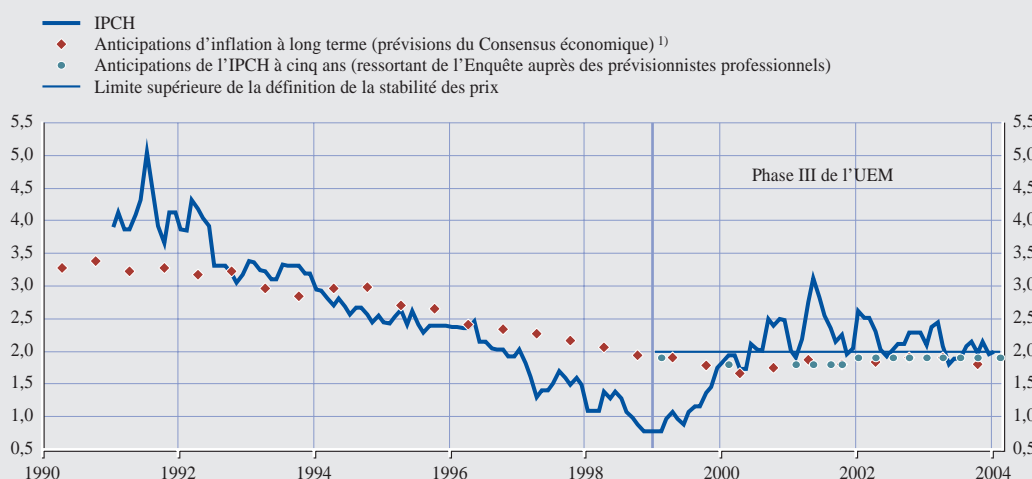
Le troisième argument en faveur d'un objectif de taux d'inflation légèrement positif a trait au fait qu'un taux de variation positif du niveau des prix pourrait avoir un effet bénéfique en facilitant l'ajustement réel de l'économie aux divers chocs en présence de rigidités nominales à la baisse. Ces rigidités peuvent provenir du refus des producteurs et des travailleurs d'accepter des réductions nominales des prix et des salaires. Si l'importance, en pratique, des rigidités nominales à la baisse est très

incertaine, et si les vérifications empiriques ne permettent pas de tirer des conclusions définitives, particulièrement dans le cas de la zone euro, il est cependant essentiel que des réformes structurelles soient menées pour accroître la flexibilité des marchés des biens et du travail.

Une autre considération pouvant être avancée en faveur du maintien d'un taux d'inflation légèrement positif à moyen terme porte sur les processus de convergence réelle entre des régions hétérogènes au sein d'une union monétaire. Si la convergence en termes de revenus et de productivité est incomplète, il peut en résulter des écarts d'inflation structurels entre les différentes régions permettant aux niveaux des prix (et des revenus) dans les régions les moins développées de rattraper ceux des économies plus avancées au sein de cette union. Dans ces conditions, certains ont avancé que la politique monétaire devrait viser un taux d'inflation pour l'ensemble de l'union qui soit suffisamment élevé pour permettre aux régions enregistrant les taux d'inflation les plus bas de ne pas subir des coûts importants liés aux rigidités nominales à la baisse ou connaître des périodes prolongées de baisse des prix. Pour fondées que soient ces considérations sur le plan théorique, on peut chercher à les concilier dans la pratique avec une stratégie visant à maintenir le taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme, telle que précisée par le Conseil des gouverneurs le 8 mai 2003. En fait, il convient de noter que le degré actuel de convergence dans la zone euro est relativement élevé et ne semble pas poser de problème significatif dans les circonstances présentes. Dans le cadre du processus d'adhésion, la portée globale de cet effet devrait également rester limitée, en raison du faible poids qu'auront les économies des nouveaux pays adhérents dans la zone euro élargie. Par ailleurs, pour pouvoir adopter l'euro, les pays adhérents devront satisfaire aux critères de convergence. Ils doivent dès lors faire la démonstration d'une convergence suffisante et durable et remplir les conditions nécessaires au

Graphique I Anticipations d'inflation à long terme

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat, Prévisions du Consensus économique, Enquête auprès des prévisionnistes professionnels et calculs de la BCE

¹⁾ Les anticipations d'inflation à long terme correspondent aux anticipations du marché à un horizon de six à dix ans. Jusqu'en décembre 2002, elles sont construites comme une moyenne pondérée des cinq principales économies de la zone euro, représentant plus de 80 % du PIB de la zone euro.

maintien d'un environnement de faible inflation préalablement à l'adoption de l'euro.

S'agissant de l'indice devant être utilisé pour évaluer si l'objectif de stabilité des prix a été atteint, le Conseil des gouverneurs est parvenu à la conclusion que l'IPCH reste approprié. Cet indice évalue au plus près, de façon harmonisée entre les pays de la zone euro, les variations dans le temps du prix d'un panier représentatif de biens de consommation. C'est un indice crédible et fiable qui permet de communiquer de façon transparente l'engagement de la BCE à assurer une protection totale et efficace contre les pertes de pouvoir d'achat.

Certains soutiennent parfois que les banques centrales devraient privilégier une mesure de l'inflation tendancielle ou sous-jacente pour la définition de leur objectif prioritaire. Des mesures de ce type constituent des outils utiles pour l'analyse en extrayant de l'inflation globale les composantes les plus volatiles et/ou les facteurs temporaires, afin de faire apparaître les tendances les plus fondamentales de l'évolution des prix. Toutefois, le choix d'une mesure de l'inflation sous-jacente pour définir

la stabilité des prix présenterait des inconvénients importants du point de vue de la politique monétaire, en particulier en ce qui concerne la perte de transparence. De plus, ce choix serait assez arbitraire, dans la mesure où il n'existe pas de méthode unique et incontestée de calcul de l'inflation sous-jacente. Quoi qu'il en soit, en définissant l'objectif de stabilité des prix en termes d'inflation globale, la BCE n'accorde nullement une attention excessive aux évolutions des prix à court terme dans ses délibérations de politique monétaire. L'orientation à moyen terme de la stratégie de politique monétaire de la BCE garantit que le Conseil des gouverneurs ne tient pas compte de la volatilité des prix à court terme lors de ses prises de décision.

En conclusion, la décision du Conseil des gouverneurs du 8 mai 2003 reflète l'expérience positive qui ressort de la quantification de l'objectif de stabilité des prix et assure une parfaite continuité avec la conduite antérieure de sa politique monétaire. Comme le montre le graphique 1, les anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro sont solidement ancrées, depuis janvier 1999, à des niveaux

conformes à la définition de la stabilité des prix, se situant à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 1,7 % et 1,9 %. C'est un résultat remarquable étant donné les importants chocs négatifs sur les prix qui ont affecté la zone. Cet ancrage solide des anticipations d'inflation permet de contenir l'effet inflationniste à moyen terme des chocs négatifs sur les prix, évitant par conséquent de vives réactions de politique monétaire à de tels chocs, susceptibles d'exercer un effet négatif sur la variabilité de la production.

L'ANALYSE DES RISQUES PESANT SUR LA STABILITÉ DES PRIX

En octobre 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé que l'approche adoptée pour l'organisation, l'évaluation et le recouplement des informations pertinentes pour l'analyse des risques pesant sur la stabilité des prix reposait sur un cadre analytique bipolaire, désigné ensuite sous le terme des « deux piliers » de la stratégie de politique monétaire de la BCE. La conception de ce cadre doit assurer qu'aucune information pertinente ne sera négligée lorsque l'on procède à une évaluation exhaustive des perspectives de stabilité des prix. Dans le cadre du pilier qui assigne un rôle de premier plan à la monnaie, une valeur de référence pour le taux de croissance d'un agrégat monétaire large compatible avec l'objectif de stabilité des prix de la BCE a été précisée.

Le 8 mai 2003, le Conseil des gouverneurs a confirmé que ses décisions de politique monétaire continueraient d'être fondées sur une analyse approfondie des risques pesant sur la stabilité des prix, s'appuyant sur deux piliers. Désormais, ces deux piliers sont désignés sous les termes d'« analyse économique » et d'« analyse monétaire ». Le Conseil des gouverneurs a déclaré qu'au fil des années, ces deux formes d'analyse avaient été approfondies et étendues grâce à une meilleure disponibilité des données relatives à la zone euro et à l'amélioration continue des outils techniques, et que cette démarche serait maintenue à l'avenir.

En outre, le Conseil des gouverneurs a clarifié la manière dont il intègre les indications provenant de ces deux types d'analyses complémentaires en vue de porter un jugement global sur les risques pour la stabilité des prix. En particulier, il a indiqué que l'analyse monétaire avait essentiellement pour objet de recouper, dans une perspective de moyen et long termes, les indications à court et moyen termes fournies par l'analyse économique.

L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières du moment et des risques à court et moyen termes qui en découlent pour la stabilité des prix, sous l'angle de l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs de production à ces horizons. À cet égard, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix et les risques de les voir se propager au sein de l'économie à court et moyen termes.

Toutefois, l'analyse économique, conduite de manière isolée, ne permet pas d'observer les mécanismes par l'intermédiaire desquels les facteurs monétaires agissent sur longue période et de définir les évolutions sous-jacentes des prix à plus long terme. La politique monétaire doit par conséquent prendre explicitement en compte les informations ressortant de la tendance à moyen terme de la croissance monétaire qui, d'un point de vue empirique, est en relation étroite avec la formation des prix sur des périodes plus longues.

La relation incontestée entre la croissance monétaire et l'inflation à moyen et long termes donne à la politique monétaire un point d'ancrage nominal solide et fiable au-delà des horizons adoptés ordinairement pour l'élaboration des prévisions d'inflation sur la base de modèles macroéconomiques standard. En ce sens, l'approche de la BCE traduit son engagement à surveiller en permanence le facteur fondamental influant sur la dynamique des prix sur une longue période, à savoir le taux

Encadré I

LES TRAVAUX DE RECHERCHE CONCERNANT L'ÉVALUATION DE LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

Au printemps et à l'hiver 2003, le Conseil des gouverneurs de la BCE a effectué une évaluation de sa stratégie de politique monétaire. Dix études de référence ont été préparées par les services de l'Eurosystème, en partie en concertation avec des coauteurs extérieurs. Ces études se sont concentrées sur les aspects techniques considérés comme importants, tels que le choix de l'indice des prix et la présentation utilisée pour définir la stabilité des prix, les propriétés d'indicateur des agrégats monétaires et la stabilité de la demande de monnaie dans la zone euro. Les études techniques ont été publiées sur le site internet de la BCE, immédiatement après la communication des résultats de cette évaluation, le 8 mai 2003. En novembre 2003, la BCE a publié un ouvrage regroupant toutes ces études¹.

Concernant le choix de l'indice des prix, l'une des études conclut que l'IPCH continue d'être une référence valable pour l'évolution des prix dans la zone euro, mais qu'il existe encore une marge de manœuvre pour améliorer sa construction. En particulier, le changement de base fréquent des indices nationaux est important pour garantir la précision et la comparabilité de l'IPCH et réduire le biais de substitution. Ce biais apparaît dans un indice de prix lorsque celui-ci ne tient pas compte du fait qu'une augmentation du prix de certaines de ses composantes est susceptible d'inciter les personnes à choisir des biens moins onéreux mais qui répondent à un degré d'utilité équivalent.

La question de la présentation utilisée pour définir la stabilité des prix concerne l'importance accordée à l'annonce d'une cible spécifique, d'une fourchette ou d'un objectif de stabilité des prix, formulés uniquement en termes qualitatifs. L'une des études traite plus particulièrement de ce sujet en analysant les données d'enquête relatives aux anticipations d'inflation à long terme dans quinze pays industrialisés et conclut que celles-ci sont bien ancrées dans la plupart des pays. Ayant comparé l'incidence des différentes présentations en matière d'objectifs d'inflation, l'étude conclut que les caractéristiques particulières des annonces n'ont pas d'effet tangible sur la capacité à ancrer les anticipations d'inflation.

Le plancher constitué par des taux d'intérêt nominaux nuls et le risque de déflation prolongée ou de spirale déflationniste sont des sujets importants analysés dans deux autres études. Si certains coûts liés à l'inflation sont également présents en période de déflation, il existe néanmoins des problèmes particulièrement graves propres à celle-ci, qui confirment l'intérêt qu'il y a de conserver un faible taux d'inflation positif comme marge de sécurité. Reposant sur des modèles théoriques différents, les deux études relatives au problème posé par un niveau plancher de taux d'intérêt nuls sont parvenues à la conclusion que la probabilité d'enregistrer un phénomène de trappe à liquidité n'a pas été considérée comme un facteur qualitativement important pour un objectif d'inflation fixé à 1 % ou plus.

La décision du Conseil des gouverneurs, en 1998, d'assigner un rôle de premier plan à la monnaie a été prise eu égard au fait que l'inflation est un phénomène monétaire à moyen et long termes. L'une des études de référence s'appuie sur une vaste littérature théorique et empirique pour conclure que le suivi systématique des évolutions monétaires peut aider la

¹ *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, BCE 2003

banque centrale à identifier des chocs potentiellement déstabilisateurs qui seraient difficiles à déceler à l'aide d'un modèle dérivé de la sphère réelle. Une autre étude examine la possibilité d'améliorer les prévisions relatives aux évolutions du PIB en volume à l'aide d'un agrégat monétaire étroit. Contrairement aux résultats concernant les États-Unis, cette étude conclut que, dans le cas de la zone euro, M1 possède des propriétés de prévision de meilleure qualité et plus robustes que les écarts de rendement. L'une des études a effectué des tests formels concernant la stabilité à la fois à court et à long termes de la demande de monnaie au sens large dans la zone euro. Elle conclut que ni l'hypothèse de stabilité des paramètres à long terme ni celle des paramètres à court terme de la demande de monnaie ne peuvent être rejetées. Une autre étude enfin examine les éléments expliquant pourquoi la demande de monnaie au sens large a été plus stable dans l'ensemble de la zone euro que dans chacun des pays faisant ou ne faisant pas partie de la zone. Cette dernière étude semble notamment indiquer que cette plus grande stabilité résulte de l'agrégation de la demande de monnaie dans les différents pays de la zone euro.

de croissance monétaire, tout en réagissant aussitôt aux évolutions économiques.

Le cadre de la BCE n'entraîne pas le cloisonnement des informations qui sont pertinentes pour l'évaluation des évolutions de prix. Il n'implique pas non plus une affectation rigide des indicateurs à l'analyse économique ou à l'analyse monétaire. Au contraire, il exploite de manière cohérente toutes les complémentarités existant entre les informations pertinentes extraites.

Afin que le rôle de recoupement de l'analyse monétaire soit dûment pris en compte dans le cadre de la communication externe, le Conseil des gouverneurs a également décidé que la déclaration introductive faite par le président de la BCE lors des conférences de presse mensuelles présenterait désormais une nouvelle structure qui refléterait la clarification de la stratégie de politique monétaire de la BCE.

Afin de souligner le caractère à plus long terme de la valeur de référence retenue pour la croissance monétaire, qui sert de point de repère pour l'évaluation des évolutions monétaires, le Conseil des gouverneurs a décidé de ne plus procéder chaque année à son réexamen. Toutefois, le Conseil des gouverneurs a également décidé de continuer à analyser les conditions et des hypothèses sur lesquelles repose la valeur de référence et

fera connaître, en tant que de besoin, les modifications apportées aux hypothèses sous-jacentes.

CONCLUSION

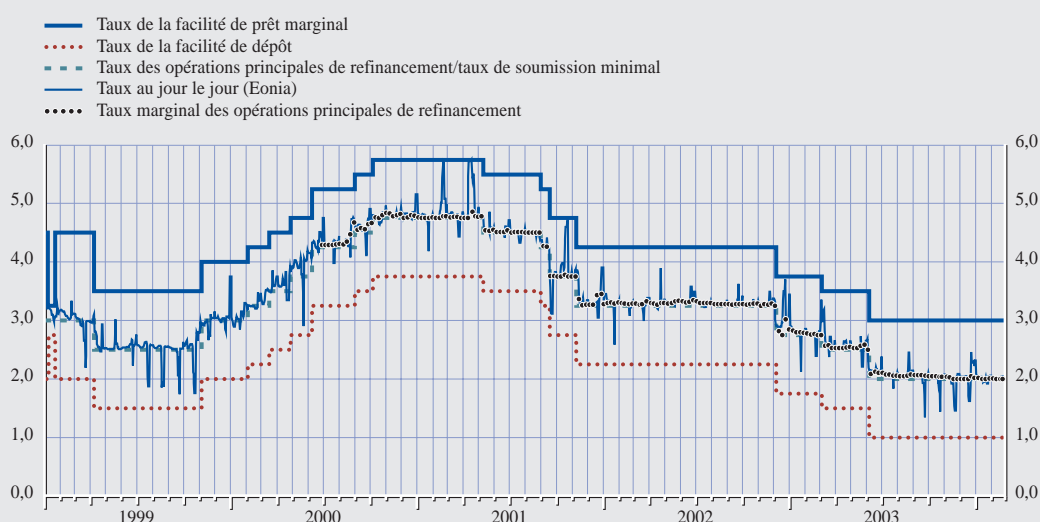
Par l'annonce faite le 8 mai 2003, le Conseil des gouverneurs a confirmé et clarifié la stratégie de politique monétaire de la BCE. La déclaration du Conseil des gouverneurs selon laquelle il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % est tout à fait conforme à la définition de la BCE de la stabilité des prix annoncée en octobre 1998 et s'inscrit dans le droit fil de la politique monétaire conduite jusqu'à présent. Parallèlement, les changements apportés à la présentation du cadre de la stratégie fondée sur deux piliers, désormais appelés « analyse économique » et « analyse monétaire », devraient permettre au public de mieux comprendre la conduite de la politique monétaire.

1.2 LES TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS DE LA BCE ONT ATTEINT DES NIVEAUX HISTORIQUEMENT BAS EN 2003

L'environnement économique dans lequel la politique monétaire a été conduite dans la zone euro au premier semestre 2003 a été entouré d'une très grande incertitude liée aux fortes tensions géopolitiques au Moyen-Orient et aux

Graphique 2 Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : BCE

Note : Pour les opérations réglées avant le 28 juin 2000, le taux des opérations principales de refinancement est le taux applicable aux appels d'offres à taux fixe. Par la suite, le taux retenu est le taux de soumission minimal applicable aux appels d'offres à taux variable.

perturbations qu'elles ont entraînées sur les marchés pétroliers et financiers. Alors que la croissance du PIB en volume a stagné au cours du premier semestre de l'année, les perspectives d'activité économique se sont progressivement éclaircies durant l'été en raison de la fin des opérations militaires en Irak et de la normalisation de la situation sur les marchés financiers. Dans l'ensemble, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,4 % seulement en 2003, performance décevante étant donné que la zone euro avait déjà enregistré une croissance du PIB en volume inférieure à son potentiel à la fois en 2001 et en 2002 (avec des taux de croissance annuels de 1,6 % et 0,9 %, respectivement).

En dépit de la faiblesse de l'activité économique, la hausse annuelle des prix mesurée par l'IPCH n'a que très modérément ralenti, de 2,3 % en moyenne en 2001 et 2002 à 2,1 % en 2003, demeurant légèrement au-dessus de la limite imposée par la définition de la stabilité des prix de la BCE. Néanmoins, en 2003, on s'attendait à ce que l'atonie prolongée de l'activité économique et

l'appréciation sensible de l'euro atténuent les tensions inflationnistes à moyen terme.

Conformément à la stratégie de politique monétaire de la BCE, le Conseil des gouverneurs a recoupé les indications des risques pesant sur la stabilité des prix provenant de l'analyse économique avec celles fournies par l'analyse monétaire. Bien que la croissance monétaire soit demeurée forte en 2003 et qu'un excès de liquidité considérable se soit accumulé à partir de la mi-2001, en partie sous l'effet de réaménagements de portefeuille, les risques inflationnistes ont été considérés comme faibles étant donné la relative atonie de l'activité économique et la croissance modérée du crédit.

Le Conseil des gouverneurs a réduit les taux directeurs de la BCE de 25 et 50 points de base, respectivement, en mars 2003 et en juin. Ces décisions, qui venaient à la suite d'une réduction des taux de 50 points de base en décembre 2002, reflétaient l'évaluation d'ensemble, au cours du premier semestre de l'année, selon laquelle les tensions inflationnistes à moyen terme s'atténuaient.

À la suite de ces décisions, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de la BCE a atteint le niveau historiquement bas de 2,0 %, tandis que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt s'établissaient à 3,0 % et 1,0 %, respectivement (cf. graphique 2). Au second semestre 2003, le Conseil des gouverneurs a laissé ces taux inchangés, les jugeant compatibles avec le maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

Si l'on analyse de façon plus détaillée les décisions de politique monétaire en 2003, les données économiques des premiers mois de l'année ont de plus en plus confirmé l'opinion selon laquelle l'activité économique resterait atone et progresserait plus faiblement que prévu fin 2002. L'intensification des tensions géopolitiques au Moyen-Orient a alimenté l'incertitude concernant les perspectives économiques, provoqué des hausses sensibles des cours du pétrole et contribué à renforcer la volatilité sur les marchés financiers. Dans cet environnement, alors que le scénario le plus probable était celui d'une augmentation progressive de la croissance du PIB en volume à partir du second semestre 2003, les risques d'un ralentissement ont été de plus en plus perceptibles. Les déséquilibres macroéconomiques accumulés dans les principales régions économiques du monde en dehors de la zone euro ont ajouté à l'incertitude entourant la reprise mondiale.

L'inflation mesurée par l'IPCH est restée supérieure à 2 % début 2003, l'augmentation des cours du pétrole, des impôts indirects et des prix administrés ayant exercé des tensions sur les prix. Comme les taux de croissance annuels des composantes les moins volatiles de l'IPCH sont restés relativement élevés en dépit de l'atonie de l'activité économique et comme, par ailleurs, la progression des salaires nominaux est demeurée assez forte malgré la hausse du chômage et la faible progression de la productivité, les perspectives de stabilité des prix à moyen terme ont commencé à susciter quelques préoccupations.

Dans l'ensemble, cependant, l'analyse économique a montré, début 2003, que le scénario le plus probable était celui d'un fléchissement, suivi d'une stabilisation de l'inflation à un niveau inférieur à 2 % à moyen terme. La prolongation de la période de croissance économique faible a été de plus en plus perçue comme un facteur qui limiterait finalement les risques potentiels à la hausse pour la stabilité des prix, par ses effets sur le processus de fixation des salaires et des prix. De plus, on a estimé que l'appréciation de l'euro observée depuis le printemps 2002 freinerait, au cours du temps, la progression des prix à la consommation.

La croissance monétaire a continué d'être soutenue début 2003, en partie à cause de la grande incertitude concernant l'environnement économique et financier, qui a continué à alimenter des mouvements de portefeuille au profit d'actifs liquides à court terme inclus dans M3 et encouragé l'épargne de précaution. Par conséquent, les risques inflationnistes liés aux évolutions monétaires ont été jugés faibles. Cette analyse a été étayée par la persistance d'un taux de croissance modéré des prêts au secteur privé et, plus particulièrement, aux sociétés non financières.

En fin de compte, le Conseil des gouverneurs a estimé que les facteurs susceptibles de diminuer l'inflation à moyen terme prévaudraient. En conséquence, il a décidé, le 6 mars 2003, de réduire les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base, ce qui a ramené le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement à 2,5 %.

Au deuxième trimestre 2003, il est devenu de plus en plus clair que l'activité économique réelle était faible et que les risques à la baisse affectant le scénario d'une reprise subsistaient. Les effets possibles des opérations militaires en Irak ont été, au départ, difficiles à évaluer. En dépit de l'apaisement des tensions géopolitiques au cours du printemps, il est devenu progressivement évident qu'une concrétisation prochaine d'un fort redressement

de la confiance et de l'activité économique était improbable dans un avenir proche. Les préoccupations liées à l'impact du virus du SRAS ont également obscurci les perspectives de croissance économique en Asie de l'Est. De plus, d'autres risques de ralentissement subsistaient, liés à l'accumulation antérieure de déséquilibres en dehors de la zone euro et, par ailleurs, à l'incertitude quant à l'importance des ajustements supplémentaires restant à accomplir dans le secteur des entreprises de la zone euro pour améliorer leur productivité et leur rentabilité après la période prolongée de croissance faible et la chute sensible des cours des actions.

Les cours du pétrole ont baissé à mesure que diminuait l'incertitude liée à l'issue des opérations militaires en Irak. Au vu de la situation économique et de l'appréciation continue de l'euro, on pouvait raisonnablement s'attendre, en juin 2003, à ce que le rythme annuel de l'IPCH s'inscrive à des niveaux largement inférieurs à 2 % à moyen terme. Ce tableau d'ensemble de l'inflation se reflétait également dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème de juin 2003 et dans les prévisions d'autres institutions internationales réalisées au deuxième trimestre 2003.

En recoupant l'analyse économique avec l'analyse monétaire, il est apparu que la forte croissance de M3 était de plus en plus liée aux faibles niveaux des taux d'intérêt, comme l'indiquait la forte progression des composantes les plus liquides de cet agrégat. Cependant, comme une part significative de l'excès de liquidité accumulé était liée aux mouvements de portefeuille et à la demande de monnaie de précaution, la situation monétaire d'ensemble a été jugée moins préoccupante pour les évolutions de prix à moyen terme, au moins dans une période d'activité économique ralentie.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 5 juin 2003, d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 50 points de base. Cette diminution était conforme avec l'objectif de

maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme et mettait en place un contrepoids aux différents facteurs affectant défavorablement l'activité économique.

Au second semestre 2003, la confiance économique dans la zone euro s'est d'abord stabilisée, puis progressivement améliorée à la faveur de signes d'une reprise mondiale. L'incertitude sur les marchés boursiers a sensiblement décliné, soutenant le redressement des cours des actions intervenu au deuxième trimestre. Dans ce contexte, la probabilité d'une reprise économique progressive au second semestre 2003 qui s'accélérerait en 2004 s'est accrue.

La forte croissance des exportations de la zone euro a été due essentiellement à la reprise de la demande mondiale, qui a compensé la baisse de la compétitivité-prix des exportations liée à l'appréciation sensible de l'euro observée depuis début 2002. En effet les exportations de la zone euro ont sensiblement progressé au second semestre 2003, alors qu'elles avaient diminué au premier semestre de l'année. La demande intérieure est restée faible au second semestre. Cependant, on prévoyait que le faible niveau des taux d'intérêt, les conditions de financement généralement favorables et les effets positifs des termes de l'échange liés à l'appréciation de l'euro viendraient soutenir la demande privée. De plus, les anticipations d'une reprise progressive de l'investissement productif étaient renforcées par les efforts d'ajustement engagés par les entreprises en vue d'accroître la productivité et la rentabilité. Dans l'ensemble, toutes les prévisions et projections disponibles réalisées au second semestre 2003, y compris les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème publiées en décembre, annonçaient un renforcement continu de la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2004 et 2005.

Les risques à la baisse affectant à court terme le scénario d'une reprise économique progressive ont diminué au second semestre de l'année.

Fin 2003, le Conseil des gouverneurs a estimé que ces risques étaient équilibrés. À plus long terme, cependant, les incertitudes subsistaient, liées aux déséquilibres extérieurs persistants dans d'autres régions du monde et à leur incidence potentielle sur le caractère durable de la croissance économique mondiale.

En ce qui concerne les prix, au second semestre 2003, le ralentissement de la hausse annuelle de l'IPCH n'a pas été aussi rapide ni aussi prononcé qu'escompté en raison essentiellement des évolutions défavorables des prix des denrées alimentaires et de prix pétroliers nettement plus élevés que prévu après la fin du conflit en Irak, même si ce dernier effet a été atténué par l'appréciation de l'euro. En outre, des augmentations des impôts indirects et des prix administrés, fin 2003 et début 2004, ont affecté les taux d'inflation. En janvier 2004, la hausse annuelle des prix mesurée par l'IPCH s'établissait à 1,9 %.

Néanmoins, au second semestre 2003 et début 2004, le Conseil des gouverneurs a estimé que les perspectives de stabilité des prix au-delà du court terme demeuraient favorables. La reprise économique ne devant être que progressive, les évolutions salariales modérées associées à une reprise cyclique de la productivité devaient, selon les prévisions, limiter la croissance des coûts salariaux unitaires. Par ailleurs, la nouvelle appréciation sensible de l'euro devait continuer à contribuer à l'évolution modérée des prix à l'importation en ralentissant, à la fois directement et indirectement, la hausse des prix à la consommation. En effet, l'euro s'est apprécié de quelque 11 % en termes effectifs nominaux au cours de 2003. Parallèlement, le Conseil des gouverneurs a reconnu que les perspectives de stabilité des prix qui prévalaient fin 2003 et début 2004 étaient conditionnées par un certain nombre d'hypothèses, relatives, entre autres, à la croissance économique mondiale, aux cours du pétrole, aux taux de change, aux évolutions salariales et aux mesures budgétaires. Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a estimé que les signes d'un renforcement des

anticipations d'inflation à long terme en provenance des marchés obligataires fin 2003 nécessitaient un suivi attentif. En ce qui concerne les évolutions monétaires, la croissance de M3 n'a ralenti que lentement au second semestre 2003. Cette évolution a traduit une réallocation assez graduelle des portefeuilles, des actifs monétaires au profit d'actifs financiers à plus long terme non inclus dans M3. De plus, le faible niveau des taux d'intérêt a contribué à entretenir la forte progression des actifs très liquides. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé a augmenté au second semestre 2003.

Début 2004, la liquidité disponible dans la zone euro était largement supérieure au volume nécessaire pour financer une croissance non inflationniste. Le Conseil des gouverneurs a souligné que l'ampleur du retournement relatif aux réaménagements de portefeuille ainsi que la vigueur future de la croissance économique détermineraient si l'excès de liquidité accumulé risque d'engendrer des tensions inflationnistes à moyen terme. En effet, ces dernières pourraient résulter de la persistance d'un tel excès. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a mis l'accent sur la nécessité d'une surveillance attentive des évolutions monétaires.

Dans l'ensemble, au second semestre 2003 et début 2004, le Conseil des gouverneurs de la BCE a estimé que l'orientation de la politique monétaire demeurait appropriée pour assurer le maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Par conséquent, les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont restés inchangés au cours de cette période. Parallèlement, le Conseil des gouverneurs a précisé qu'il continuerait de suivre attentivement l'ensemble des évolutions susceptibles de remettre en cause son évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme.

2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES, FINANCIÈRES ET ÉCONOMIQUES

2.1 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

LA CROISSANCE DE M3 EST DEMEURÉE VIGOREUSE

La persistance d'une croissance monétaire vigoureuse dans la zone euro, phénomène observé depuis le second semestre 2001, s'est poursuivie en 2003. Le taux de croissance annuel moyen de l'agrégat monétaire large M3 s'est encore renforcé, atteignant 8 %, après être ressorti à 7,2 % en 2002 et à 5,4 % en 2001. Toutefois, le premier et le second semestre ont affiché des profils de croissance divergents. Durant la première partie de l'année, la croissance annuelle de M3 s'est accélérée, pour atteindre un pic de 8,5 % au deuxième trimestre. Elle s'est ensuite quelque peu modérée, s'établissant à 7,6 % au quatrième trimestre (cf. graphique 3).

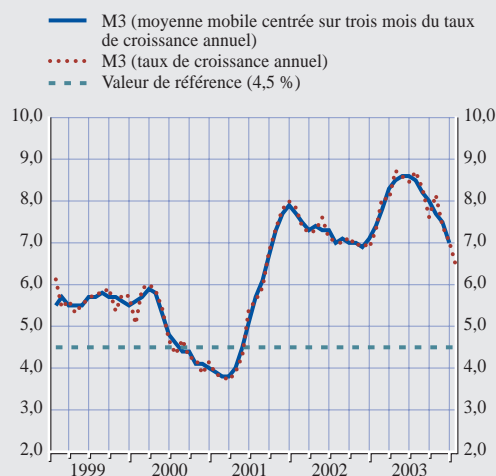
Cette poursuite de l'accélération de M3 au premier semestre 2003, reflète, dans une large mesure, la préférence très marquée pour la liquidité affichée par les investisseurs de la zone euro en réponse à de fortes incertitudes financières et géopolitiques, à des perspectives alors assez incertaines en matière de croissance économique et d'emploi et au profil plutôt aplati de la courbe des rendements. La croissance monétaire a également été alimentée par le bas niveau des taux d'intérêt.

Au second semestre, la croissance monétaire ne s'est modérée que graduellement. Le retournement de tendance sur les marchés financiers et l'amélioration des perspectives économiques ont incité les agents économiques à se reporter très prudemment sur les actifs financiers à plus long terme et à réduire leur épargne de précaution. En outre, la croissance monétaire a continué d'être soutenue par le bas niveau des taux d'intérêt.

La forte croissance monétaire observée à partir du second semestre 2001 s'est traduite par l'accumulation, dans la zone euro, d'un volume de liquidités supérieur au montant nécessaire au financement d'une croissance économique non

Graphique 3 Croissance de M3 et valeur de référence

(variations annuelles en pourcentage ; corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

inflationniste. Cette situation est illustrée, dans le graphique 4, par la forte augmentation des mesures de l'écart monétaire (*money gap*), qui retrace les écarts cumulés de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence depuis début 1999². Les *money gaps* nominal et réel ont continué de s'accroître fortement en 2003 et, au quatrième trimestre, ils ont atteint leur niveau le plus élevé depuis le début de la phase III de l'UEM³.

Le maintien d'une forte croissance monétaire en 2003 s'explique principalement par les évolutions des composantes les plus liquides, c'est-à-dire celles de l'agrégat monétaire étroit M1 (cf. tableau 1). Parmi celles-ci, la vigueur

² La mesure du *money gap* nominal correspond à la différence entre le niveau effectif de M3 et celui qui résulterait d'une croissance monétaire constamment équivalente à la valeur de référence de 4,5 % depuis décembre 1998 (retenu comme période de référence). Le *money gap* réel désigne, quant à lui, la différence entre le niveau effectif de M3 déflaté par l'IPCH et le niveau déflaté de M3, qui aurait résulté d'une croissance nominale de cet agrégat constamment équivalente à la valeur de référence de 4,5 % et d'un IPCH correspondant à la définition de la stabilité des prix retenue par la BCE, là encore en utilisant décembre 1998 comme période de base.

³ Il convient toutefois de ne pas oublier que le choix de la période de référence est, dans une certaine mesure, arbitraire. Par conséquent, une certaine prudence s'impose dans l'interprétation du niveau de ces mesures du *money gap*.

Graphique 4 Estimations du money gap nominal et réel

(en pourcentage de l'encours de M3 ; moyennes mobiles centrées sur trois mois)



Source : BCE

Note : Pour plus de détails, se reporter à la note de bas de page 2

persistante de la croissance annuelle de la circulation fiduciaire a reflété la poursuite de la reconstitution de leurs encaisses monétaires par les résidents et les non-résidents de la zone euro en 2003. Par conséquent, au second semestre de l'année, l'encours de billets et pièces en circulation a atteint un niveau conforme à la

tendance de long terme observée avant le passage à l'euro fiduciaire. La progression des dépôts à vue a également été prononcée en 2003, reflétant les faibles coûts d'opportunité liés à la détention de ce type de dépôts et le climat d'incertitude élevée en début d'année.

Le taux de progression annuel du total des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue est resté stable dans l'ensemble en 2003, à 5,0 % en moyenne. Les agents économiques ont allégé leurs dépôts à court terme (c'est-à-dire les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans), mais fortement accru leurs dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois), en réponse au resserrement progressif, au cours du premier semestre, de l'écart habituellement positif entre les taux d'intérêt servis par les IFM sur ces deux types de dépôts.

Enfin, le taux d'accroissement annuel des instruments négociables est revenu à 8,4 % en 2003, après 11,3 % en 2002. Ce fléchissement, principalement intervenu au second semestre 2003, semble indiquer que les agents

Tableau I Tableau synthétique des variables monétaires

(variations annuelles en pourcentage ; les données annuelles et trimestrielles constituent des moyennes ; corrigées des effets saisonniers et de calendrier)

	2002	2003	2002 T4	2003 T1	2003 T2	2003 T3	2003 T4	2004 Janv.
M1	7,6	11,0	8,8	10,1	11,3	11,5	11,2	11,2
Billets et pièces en circulation	-11,8	32,2	12,9	39,1	35,7	29,6	26,2	25,0
Dépôts à vue	10,9	8,2	8,2	6,6	8,1	8,9	9,1	9,1
M2-M1 (= autres dépôts à court terme)	5,7	5,0	4,8	4,3	5,5	5,7	4,7	3,7
Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans	2,3	-1,0	1,5	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,7
Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois	8,5	9,9	7,6	7,5	9,9	11,4	10,9	9,4
M2	6,6	8,0	6,7	7,1	8,3	8,5	7,9	7,4
M3-M2 (= instruments négociables)	11,3	8,4	8,5	10,5	9,8	7,4	6,0	1,1
M3	7,2	8,0	7,0	7,6	8,5	8,3	7,6	6,4
Créances sur les résidents de la zone euro	4,5	5,1	4,1	4,2	4,8	5,4	5,9	5,9
Créances sur les administrations publiques	1,6	4,3	2,0	2,1	3,5	4,9	6,6	6,2
Prêts aux administrations publiques	-1,0	0,2	-1,2	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,4
Créances sur le secteur privé	5,3	5,3	4,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,8
Prêts au secteur privé	5,3	5,0	4,8	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5
Engagements financiers à plus long terme (hors capital et réserves)	4,4	5,6	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	7,1

Source : BCE

économiques ont progressivement commencé à réduire leurs placements en actifs à court terme peu risqués inclus dans M3, parallèlement au recul de l'incertitude sur les marchés financiers et à l'accentuation de la pente de la courbe des rendements.

La croissance annuelle de M3 a de nouveau fléchi, à 6,4 %, en janvier 2004, confirmant ainsi le mouvement progressif de réaménagement des portefeuilles au profit des actifs financiers à plus long terme, plus risqués, non inclus dans M3. Parallèlement, le bas niveau des taux d'intérêt a continué d'alimenter la demande d'actifs monétaires.

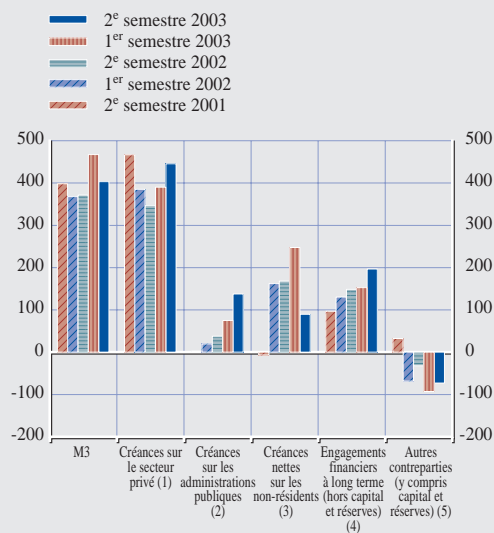
L'ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE DES CRÉANCES DES IFM SUR LE SECTEUR PRIVÉ

Le graphique 5 fournit une vue d'ensemble des variations annuelles de M3 et de ses contreparties telles qu'elles apparaissent au bilan consolidé du secteur des IFM. L'accélération de la croissance de M3 au premier semestre 2003 est principalement liée à une augmentation du flux annuel des créances nettes du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents et à une augmentation du rythme de progression annuel des concours des IFM aux résidents de la zone, alors que la hausse des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) est demeurée stable, dans l'ensemble, sur la période. Au second semestre 2003, la modération de la croissance de M3 s'est accompagnée d'un renforcement de la progression des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves) et d'un ralentissement de la croissance annuelle de la position créditrice nette des IFM. Les investisseurs ont, semble-t-il, recommencé à se tourner vers les actifs nationaux et étrangers à long terme à mesure que la pente de la courbe des rendements s'accroissait et que l'incertitude financière s'atténuait. Toutefois, la croissance des concours des IFM aux résidents de la zone euro a continué de s'accroître.

Un examen plus approfondi des évolutions du crédit permet de constater que le taux de

Graphique 5 Variations de M3 et de ses contreparties

(flux annuels en fin de période ; montants en milliards d'euros ; corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

$M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$

croissance annuel des créances des IFM sur les résidents de la zone euro s'est inscrit en hausse, passant de 4,1 % au quatrième trimestre 2002 à 5,9 % au dernier trimestre 2003. Cette hausse s'explique par une augmentation des besoins d'emprunt tant du secteur privé que des administrations publiques.

Après un fléchissement de la mi-2000 à fin 2002, la croissance annuelle des prêts des IFM au secteur privé (qui représentent 87 % des créances des IFM sur le secteur privé) a affiché une relative stabilité au premier semestre 2003, avant de se redresser au second semestre. En particulier, au premier semestre, la faiblesse de la croissance économique semble avoir contrebalancé l'incidence du bas niveau des taux débiteurs des banques dans la zone euro. Par la suite, avec l'amélioration des perspectives économiques, la demande de prêts a légèrement augmenté.

Dans une perspective à long terme, en 2003, la croissance annuelle moyenne des prêts au secteur privé, en termes réels, a été inférieure de 1,25 point de pourcentage à sa moyenne de

long terme depuis 1980. Toutefois, par comparaison avec des périodes antérieures de faiblesse durable de l'activité, la dynamique des prêts est demeurée relativement robuste en 2003, sous l'effet des taux d'intérêt structurellement plus faibles prévalant depuis l'introduction de l'euro.

En 2003, la BCE a mis en place une enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. L'enquête, qui fournit des informations sur les conditions de l'offre et de la demande sur les marchés du crédit de la zone euro, est destinée à compléter les autres statistiques relatives au crédit bancaire et aux taux d'intérêt appliqués à la clientèle par les IFM⁴. Début 2003, près de la moitié des banques participantes ont déclaré un durcissement des critères d'octroi des crédits accordés aux entreprises. Toutefois, dans le courant de l'année, le nombre de banques faisant état d'un durcissement n'a pas cessé de diminuer, ce qui indique une certaine stabilisation des critères d'attribution dans la zone euro. S'agissant des prêts aux ménages, le nombre de banques ayant indiqué un durcissement des critères d'octroi est demeuré faible pendant toute l'année, ce qui pourrait avoir favorisé une croissance relativement vigoureuse des prêts (en particulier au logement) aux ménages en 2003.

Les créances sur les administrations publiques ont fortement augmenté courant 2003. Cette évolution s'explique par l'accentuation des déficits budgétaires des administrations publiques, elle-même largement liée à la faiblesse de la croissance économique dans la zone euro.

LA LIQUIDITÉ EST DEMEURÉE ABONDANTE

En définitive, la croissance annuelle de M3 est demeurée soutenue en 2003, malgré la modération observée au second semestre. Il en est résulté l'accumulation, dans la zone euro, d'un volume de liquidité supérieur au niveau correspondant au financement d'une croissance économique non inflationniste. Toutefois, les risques inflationnistes liés à cet important excès

de liquidité ont été considérés comme faibles, compte tenu du fait que cette situation résultait, dans une large mesure, des réaménagements de portefeuille opérés précédemment et de l'atonie persistante de l'activité économique. Le taux de croissance relativement modéré des prêts des IFM au secteur privé en 2003 a conforté cette hypothèse.

Par la suite, si le mouvement d'inversion des précédents réaménagements de portefeuille ne devait pas s'accélérer, il existe un risque que, dans un contexte de reprise significative de l'activité, l'excès de liquidité n'alimente la dépense et n'entraîne des tensions inflationnistes à moyen terme. Pour cette raison, le Conseil des gouverneurs a souligné à plusieurs reprises la nécessité d'un suivi attentif des évolutions monétaires.

LES ÉMISSIONS DE TITRES DE CRÉANCE SE SONT ACCRUES

En 2003, le marché des titres de créance émis par les résidents de la zone euro a progressé à un rythme légèrement plus rapide qu'en 2002. L'encours de titres de créance a augmenté de 7,3 % en rythme annuel en 2003, à comparer à un taux de 6,3 % en 2002. Cette accélération globale résulte, dans une large mesure, des évolutions du compartiment des titres de créance à long terme, qui représentaient près de 90,5 % de l'encours total de titres de créance émis par les résidents de la zone euro à fin 2003. Les émissions brutes de titres de créance libellés en euros par les résidents de la zone ont représenté 94 % des émissions, toutes devises confondues, en 2003. L'euro a également conservé la faveur des émetteurs internationaux, l'encours de titres de créance en euros émis par les non-résidents de la zone ayant progressé de 17,4 % en 2003, après 12,9 % en 2002.

En ce qui concerne les émetteurs résidents, le taux de croissance annuelle des titres de créance émis par les administrations publiques

⁴ Cf. l'article intitulé *Une enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'avril 2003

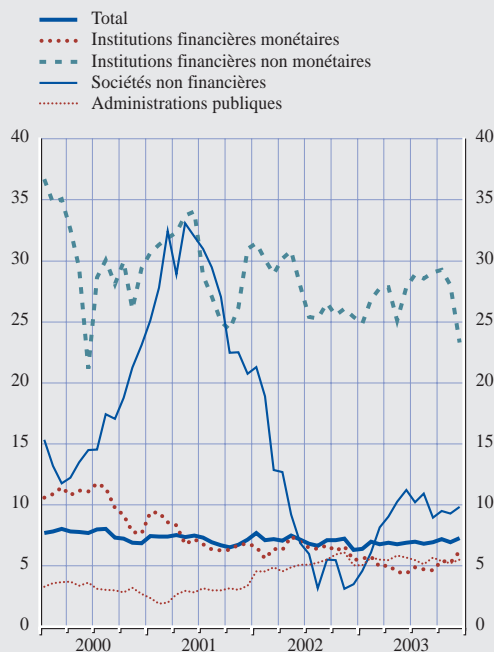
est passé de 5,0 % fin 2002 à 5,5 % fin 2003 (cf. graphique 6). Cette évolution s'explique essentiellement par un accroissement de l'activité d'émission du sous-secteur des administrations centrales, passée de 4,1 % fin 2002 à 4,7 % fin 2003. La progression annuelle des titres de créance émis par les autres administrations publiques, recouvrant essentiellement les administrations locales et régionales, est revenue à 21,9 % fin 2003 (après 28,0 % fin 2002). La relative vigueur de l'activité d'émission dans les deux sous-secteurs des administrations publiques reflète des évolutions budgétaires globalement moins favorables ainsi que le maintien d'importants besoins de financement, en particulier hors administrations centrales.

Le taux de croissance annuel des titres de créance émis par les IFM s'est accentué, passant de 5,4 % fin 2002 à 6,2 % fin 2003. De son côté, la croissance annuelle des titres de créance émis par les sociétés non financières a fortement augmenté, pour s'établir à 9,8 % fin 2003, après 3,5 % fin 2002. Le taux de progression annuel des titres de créance émis par les sociétés financières non monétaires est ressorti à 23,3 % fin 2003, contre 25,4 % fin 2002. L'activité d'émission globalement soutenue des entreprises du secteur privé autres que les IFM a été favorisée par une nouvelle amélioration des conditions de financement et de la confiance des chefs d'entreprise courant 2003 (cf. encadré 2). La forte hausse du taux de croissance des émissions de titres de créance par les sociétés non financières courant 2003 doit être analysée au regard d'une activité d'émission modérée au second semestre 2002, les entreprises ayant alors fait des efforts pour réduire leurs engagements à court terme afin de se protéger des turbulences financières. Le net rebond de l'activité d'émission en 2003 concerne à la fois les titres de créance à court et à long termes.

En conséquence, la part de l'encours de titres de créance émis par les sociétés financières non monétaires et les sociétés non financières dans l'encours total des titres de créance émis par les

Graphique 6 Ventilation sectorielle des titres de créance émis par les résidents de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Note : Les taux de croissance sont calculés à partir des transactions financières et ne comprennent donc pas les reclassements, les autres effets de valorisation, les variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

résidents de la zone euro a continué de progresser, pour ressortir à 14,5 % fin juin 2003 après 13,4 % fin 2002. Cette évolution est conforme à la tendance, observée lors des années précédentes, à l'augmentation de la part du secteur des sociétés autres que les IFM dans le total des émissions de titres de créance (cf. tableau 2). En 2003, cette évolution s'est traduite par une diminution de la part du secteur des IFM, revenue à 38,0 % fin 2003, la part des administrations publiques dans l'encours de titres de créance reculant également, à 47,5 %.

Encadré 2

LE MARCHÉ DES TITRES DE CRÉANCE D'ENTREPRISES DANS LES PAYS DE LA ZONE EURO

Un marché large et actif des titres de créance d'entreprises offre à ces dernières une alternative viable en matière de sources de financement. Cela pourrait avoir d'importantes implications pour les évolutions économiques. Une entreprise qui décide d'émettre des titres est fondamentalement guidée par son besoin de financement et son choix d'un instrument répond à un certain nombre de considérations, notamment en termes de fiscalité, de faillite et de coûts divers.

Dans le présent encadré, le secteur des entreprises comprend les sociétés non financières et les sociétés financières non monétaires et exclut les IFM. Les sociétés financières non monétaires comprennent les sociétés d'assurance et les autres intermédiaires financiers. Toutefois, pour l'essentiel, les émissions de titres de créance des sociétés financières non monétaires sont le fait de véhicules de financement *ad hoc*. Il s'agit d'institutions qui exercent des activités financières et dont le principal objectif consiste à lever des fonds pour le compte d'un tiers, par exemple un établissement de crédit, une société non financière, un OPCVM, ou une administration publique. Ces véhicules peuvent être juridiquement détenus par les entreprises auxquelles ils fournissent des fonds ou n'avoir aucun lien capitalistique avec ces dernières, ou peuvent être créés pour faciliter une opération financière spécifique. Dans ce dernier cas, on parle d'entités *ad hoc* (*special purpose vehicles, SPV*). Les entités *ad hoc* agissent en tant que structures ayant pour seul objectif de drainer des fonds des prêteurs vers les emprunteurs (« conduit »). Il leur est interdit de s'engager dans des activités autres que l'opération pour laquelle ils ont été créés et ils garantissent l'investisseur contre la faillite potentielle du détenteur des actifs d'origine (cédant)¹.

Le taux de croissance annuel moyen des émissions de titres de créance en euros du secteur des entreprises a largement dépassé celui des émissions de l'ensemble de secteurs considérés globalement depuis le démarrage de la phase III de l'UEM. L'encours de titres de créance en euros émis par les sociétés non financières a progressé à un rythme annuel moyen de 14 % depuis janvier 1999, contre seulement 2 % au cours de la phase II de l'UEM. Les titres de créance en euros émis par les sociétés financières non monétaires ont connu une évolution comparable, avec un taux de croissance annuel ressortant en moyenne à 37 % depuis janvier 1999, au lieu de 11 % au cours de la phase II de l'UEM. Le marché des titres de créance émis par les entreprises dans la zone euro s'est désormais étendu à de nombreux émetteurs provenant de divers secteurs de l'économie et présentant des besoins de financement et des degrés de solvabilité hétérogènes. Autrefois réservé aux emprunteurs notés AA ou plus, le marché des titres de créance des entreprises concerne désormais un éventail croissant de notations. Parallèlement, l'éventail des secteurs économiques concernés s'est élargi. Bien que l'activité d'émission des titres de créance du secteur non financier ait été dominée en 2000 et 2001 par le secteur de la technologie, des médias et des télécommunications, en 2003, la part de ce secteur est revenue aux niveaux enregistrés avant l'introduction de la monnaie unique.

Bien que la croissance du marché des titres de créance des entreprises ait été très forte au niveau de la zone euro au cours des trois dernières années (cf. le graphique 6 dans le corps du texte), la tendance au renforcement de l'accès direct à ce marché n'a pas adopté un profil uniforme

¹ Pour de plus amples détails sur la titrisation, cf. l'encadré de l'article intitulé *L'évolution récente des structures financières de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 2003

dans les différents pays de la zone euro². Le graphique ci-contre montre que le marché des titres de créance émis par les sociétés non financières est assez important en France, où il représentait plus de la moitié du total de l'encours de ces titres à fin 2003. Au Portugal, en Finlande, aux Pays-Bas et en Belgique, les marchés de titres de créance du secteur privé sont également relativement bien développés. Les différences observées entre pays sont toutefois liées au fait qu'une partie de ces émissions de titres de créance a été effectuée par des filiales financières.

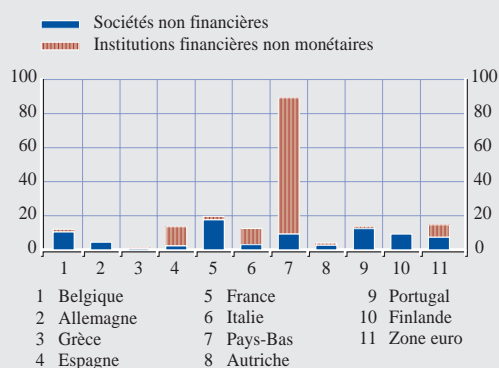
Dans la zone euro, la rapide croissance des émissions d'obligations de sociétés depuis 1999 a généralement été étroitement liée à la vague des fusions et acquisitions, ce qui peut constituer un élément d'explication des importantes différences constatées entre les économies de la zone en matière de financement *via* l'émission de titres de créance. Le degré variable du recours aux émissions d'obligations des entreprises selon

les pays de la zone euro s'explique également par l'hétérogénéité des cadres institutionnels et fiscaux nationaux ainsi que d'autres caractéristiques héritées du passé façonnant la structure financière.

Les différences entre pays de la zone euro sont encore plus prononcées pour le marché des titres de créance émis par les sociétés financières non monétaires (cf. graphique). Selon les statistiques de la BCE, ce sont les Pays-Bas qui constituent le principal marché pour ces encours de titres rapportés au PIB, suivis d'assez loin par l'Italie et l'Espagne. À fin 2003, la part des Pays-Bas dans l'encours de titres de créance en euros émis par les sociétés financières non monétaires s'établissait à 60 % environ. La situation prévalant aux Pays-Bas est due dans une certaine mesure à des considérations d'ordre fiscal. Dans de nombreux cas, les véritables bénéficiaires au final sont des résidents d'autres pays de la zone euro qui n'ont recours aux institutions financières spécialisées des Pays-Bas qu'en tant qu'entités de financement dédiées. L'activité domestique aux Pays-Bas est essentiellement liée à la titrisation des prêts hypothécaires octroyés par les IFM³. Les titres adossés à des créances hypothécaires, dans le cadre desquels l'emprunteur ou cédant (par exemple l'IFM) cède les prêts à une entité *ad hoc*, diffèrent des obligations couvertes, titres de créance adossés à des prêts restant au bilan de l'emprunteur ou émetteur (par exemple l'IFM). Ces dernières sont également connues sous l'appellation d'instruments du type *Pfandbriefe* ou obligations foncières. Au total, comme c'est le cas pour les titres de créance émis par les sociétés non financières, ce sont essentiellement des facteurs institutionnels, fiscaux et historiques qui déterminent l'importance des émissions de titres de créance par les sociétés financières non monétaires dans les différentes économies de la zone euro.

Encours de titres de créance libellés en euros émis par les sociétés autres que les IFM de la zone euro

(en pourcentage du PIB de chaque pays, à fin décembre 2003)



Sources : BCE et Eurostat

Notes : Les statistiques de la BCE disponibles concernant les émissions de titres ne sont actuellement pas harmonisées au niveau de la zone euro, donnant lieu à des écarts entre les données selon les pays. Les statistiques de la BCE relatives aux émissions de titres ne sont pas disponibles s'agissant des encours de titres de créance émis par les sociétés non financières et les institutions financières non monétaires résidant en Irlande et au Luxembourg. Les données relatives au PIB concernent 2002.

² Cf. *Report on financial structures*, BCE, 2002

³ Cf. *Growing importance of securitisation and special purpose vehicles (SPVs)*, De Nederlandsche Bank Statistical Bulletin, décembre 2003, pages 31 à 35

LE REDRESSEMENT DE L'ENSEMBLE DES FINANCEMENTS DES AGENTS NON FINANCIERS DE LA ZONE EURO

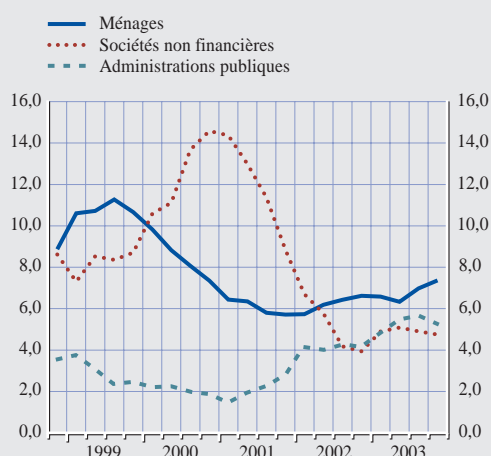
La croissance annuelle des financements des agents non financiers⁵ de la zone euro s'est légèrement redressée en 2003 (cf. tableau 3). En particulier, selon les estimations, la croissance annuelle du financement par endettement a augmenté pour atteindre 5,75 % au quatrième trimestre 2003, alors que celle du financement par émission d'actions cotées serait demeurée à un bas niveau. Ces évolutions reflètent le coût très avantageux du financement par endettement alors que le coût du financement par émission d'actions est relativement élevé.

La demande d'emprunt des ménages a continué de progresser à un rythme élevé courant 2003, en dépit de la faiblesse de la croissance économique (cf. graphique 7). Cette évolution est liée au dynamisme de la demande de prêts au logement, elle-même favorisée par une nouvelle hausse, en particulier dans certains pays, des prix de l'immobilier résidentiel et par le faible niveau des taux des prêts au logement. La croissance annuelle du financement par endettement à court terme a progressivement fléchi pour devenir négative au deuxième trimestre 2003.

La progression annuelle du financement par endettement des sociétés non financières s'est légèrement redressée au premier semestre 2003, essentiellement en liaison avec la croissance du financement par endettement à court terme. En revanche, au second semestre, la croissance du financement par endettement de ce secteur est restée globalement stable. Dans l'ensemble, les

Graphique 7 Endettement des agents non financiers

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Note : Pour plus d'informations, se reporter au tableau 3

évolutions du financement par endettement des sociétés non financières se sont traduites par une large stabilité du ratio endettement/PIB du secteur au cours des dernières années (cf. le graphique A de l'encadré 3).

Contrairement au financement par endettement, dont la progression s'est avérée relativement robuste en 2003, les émissions d'actions cotées des sociétés non financières n'ont affiché qu'une croissance très limitée en termes annuels. Toutefois, on a observé dans le courant de l'année une légère reprise, liée à une hausse

- 5 Les secteurs non financiers recouvrent les ménages (incluant les institutions sans but lucratif au service des ménages), les sociétés non financières et les administrations publiques.

Tableau 2 Répartition sectorielle de l'encours de titres de créance émis par les résidents de la zone euro

(données en pourcentage ; fin de période)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
IFM	37,2	38,6	39,0	38,6	38,4	38,0
Non-IFM	8,1	9,5	11,2	12,9	13,4	14,5
Institutions financières non monétaires	3,1	4,2	5,1	6,1	6,9	7,8
Sociétés non financières	4,9	5,3	6,1	6,8	6,6	6,7
Administrations publiques	54,7	51,9	49,8	48,5	48,1	47,5
Administrations centrales	53,1	50,3	48,1	46,7	45,9	45,0
Autres administrations publiques	1,7	1,6	1,6	1,8	2,2	2,5

Source : BCE

Tableau 3 Financements et placements financiers des agents non financiers de la zone euro

	Encours en pourcentage des financements/ placements financiers (du secteur) ¹⁾	Taux de croissance annuels (fin de période) ²⁾						
		2000	2001	2002	2003 T1	2003 T2	2003 T3	2003 T4 ³⁾
Financements								
Agents non financiers	100	6,2	4,5	3,9	4,3	4,7	5,0	5
Endettement ³⁾	84,7	7,3	5,6	4,7	5,3	5,6	5,8	5 1/4
dont : à court terme	15,0	11,5	5,4	2,1	5,2	7,1	6,5	5
dont : à long terme	69,7	6,4	5,6	5,3	5,3	5,2	5,6	5 1/4
Ménages^{3), 4)}	23,2	7,4	5,7	6,6	6,6	6,3	7,0	7 1/4
dont : à court terme	7,3	6,3	-0,7	1,9	1,0	-1,0	-1,3	-1 1/2
dont : à long terme	92,7	7,5	6,3	7,0	7,1	7,0	7,7	8
Sociétés non financières	43,4	8,4	5,1	2,5	2,9	3,3	3,5	3 1/4
Endettement ³⁾	64,8	14,6	8,8	3,9	4,9	5,1	4,9	4 1/4
dont : à court terme	19,3	20,6	4,7	-2,5	0,4	3,9	3,0	3
dont : à long terme	45,5	11,8	10,9	7,0	7,0	5,6	5,7	5 1/2
Actions cotées	35,2	3,4	1,5	0,7	0,4	0,8	1,0	1/4
Administrations publiques³⁾	33,4	1,9	2,8	4,1	4,8	5,5	5,7	5 1/4
dont : à court terme	14,8	-1,9	9,5	11,6	16,5	16,2	15,7	11 1/4
dont : à long terme	85,2	2,5	1,8	2,9	3,0	3,7	4,0	4 1/4
Placements financiers	100	6,0	4,6	4,4	4,5	5,0	5,1	.
dont : à court terme ⁵⁾	43,1	3,8	5,8	5,3	5,3	5,9	5,4	.
dont : à long terme ⁶⁾	55,7	7,2	4,3	4,0	4,0	4,1	4,5	.
Monnaie fiduciaire et dépôts	37,9	3,4	4,6	4,9	5,9	6,5	6,7	.
Titres autres que des actions	13,3	9,2	7,7	4,2	0,7	-0,7	-1,8	.
Parts d'OPCVM	12,2	6,2	5,6	4,3	5,3	6,8	6,7	.
dont : titres d'OPCVM autres que les titres d'OPCVM monétaires	9,6	7,0	3,7	3,1	4,2	5,6	6,3	.
dont : titres d'OPCVM monétaires	2,7	0,1	21,1	11,3	11,2	12,9	8,7	.
Actions cotées	12,2	6,1	-0,4	1,0	1,6	2,4	3,3	.
Réserves techniques d'assurance	24,4	8,5	7,2	6,5	6,4	6,5	6,5	.

Source : BCE

1) À la fin du deuxième trimestre 2003. La somme des composantes peut ne pas être égale à 100 en raison des écarts d'arrondis.

2) Pour le trimestre le plus récent, les données ont été estimées à partir des opérations recensées dans les statistiques monétaires et bancaires et les statistiques relatives aux émissions de titres.

3) L'endettement recouvre les crédits, les titres de créance émis, les réserves de fonds de pension des sociétés non financières et les engagements sous forme de dépôts de l'administration centrale. L'endettement à court terme (d'une durée initiale inférieure ou égale à un an) recouvre les crédits à court terme, les titres de créance à court terme émis et les engagements sous forme de dépôts de l'administration centrale. L'endettement à long terme (dont l'échéance est supérieure à un an) recouvre les crédits à long terme, les titres de créance à long terme émis et les réserves de fonds de pension des sociétés non financières.

4) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages

5) Les placements financiers à court terme comprennent la monnaie fiduciaire et les dépôts (à l'exclusion des dépôts de l'administration centrale), les titres de créance à court terme et les titres d'OPCVM monétaires. En raison de l'exclusion des dépôts de l'administration centrale, le total des placements financiers à court terme et à long terme ne correspond pas à 100 %. L'interprétation de ces chiffres doit prendre en compte le fait que tant les dépôts à court terme que les dépôts à long terme sont inclus dans les placements financiers à court terme.

6) Les placements financiers à long terme comprennent les titres de créance à long terme, les parts d'OPCVM autres que les titres d'OPCVM monétaires, les actions cotées et les produits d'assurance et de fonds de pension.

des cours des actions, ce qui tend généralement à réduire le coût de ce type de financement.

Enfin, la croissance annuelle du financement par endettement des administrations publiques a augmenté durant la majeure partie de 2003, évolution imputable dans une large mesure à la faiblesse de la croissance économique, qui a pesé sur les finances publiques.

LA RÉTICENCE DES AGENTS NON FINANCIERS À INVESTIR EN ACTIONS

La croissance annuelle des placements financiers des agents non financiers s'est légèrement redressée au cours des trois premiers trimestres 2003. Au premier semestre, cette évolution a essentiellement recouvert une croissance plus marquée des placements financiers à court terme, traduisant

Encadré 3

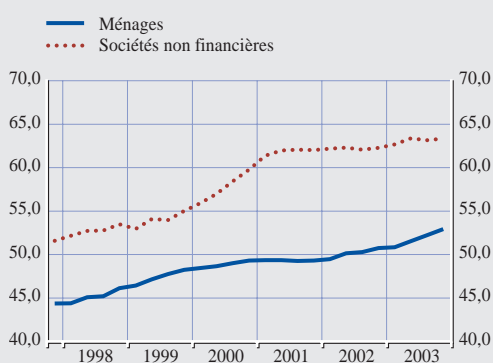
L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES ET DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO

Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix jusqu'en 2000, l'endettement des agents non financiers du secteur privé de la zone euro a fortement augmenté, aboutissant à des ratios endettement/PIB relativement élevés, notamment dans le cas des sociétés non financières. Le graphique A illustre ces évolutions.

Comme le montre le graphique B, le besoin de financement externe des sociétés non financières s'est accru durant la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, au fur et à mesure de l'accroissement de leur déficit ou besoin net de financement (c'est-à-dire l'écart entre le revenu des sociétés, épargne brute et transferts en capital, et leurs investissements bruts). L'accroissement du besoin de financement des sociétés non financières s'explique également par les importants achats nets d'actifs financiers en liaison avec les très nombreuses opérations de fusions et acquisitions réalisées durant cette période. Par la suite, la détérioration de leur situation financière, sous l'effet d'un environnement économique et financier moins favorable, a suscité des craintes concernant la vulnérabilité de ce secteur. Toutefois, lorsqu'on évalue la soutenabilité des niveaux actuels d'endettement, il faut également tenir compte de la charge d'intérêts. De fait, en raison de la diminution constante et très sensible du coût du financement par endettement dans les années quatre-vingt-dix, les paiements d'intérêts des sociétés non financières rapportés au PIB sont demeurés globalement stables depuis 1996.

Graphique A Dette des agents non financiers du secteur privé

(en pourcentage du PIB)

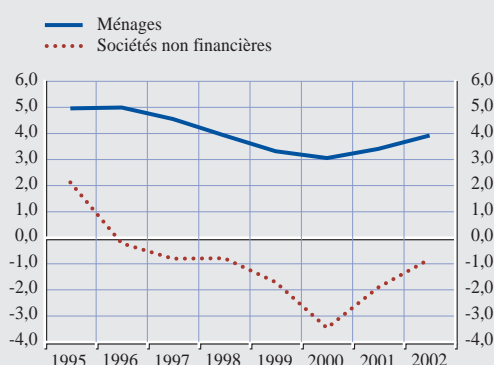


Source : BCE

Notes : Le niveau d'endettement correspond à la somme des crédits, titres de créance et réserves pour fonds de pension dans le cas des sociétés non financières. Les données relatives au dernier trimestre 2003 ont été estimées à partir des opérations recensées dans les statistiques monétaires et bancaires et les statistiques relatives aux émissions de titres. Comparés aux données annuelles, les taux d'endettement trimestriels rapportés au PIB sont légèrement moins élevés, principalement en raison du fait qu'ils ne tiennent pas compte des prêts accordés par les agents non financiers et par les banques hors zone euro. Pour une comparaison avec les données annuelles, se reporter au graphique 4 de l'article intitulé *Les évolutions des bilans du secteur privé dans la zone euro et aux États-Unis* du Bulletin mensuel de la BCE de février 2004.

Graphique B Capacité/besoin de financement des agents non financiers du secteur privé

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE

Notes : Données annuelles. La capacité ou le besoin de financement correspond à l'épargne brute plus les transferts en capital moins les dépenses d'investissement brutes. Les données pour 2003 n'étaient pas disponibles à la date de publication.

Depuis 2001, les sociétés non financières ajustent leurs bilans de manière à réduire progressivement leurs déséquilibres financiers. Les mesures de restructuration et de réduction des coûts, ainsi que la diminution des investissements tant financiers que non financiers, ont permis un ralentissement de la croissance de l'endettement et un redressement de l'autofinancement. Le besoin net de financement des sociétés non financières de la zone euro a donc diminué progressivement, revenant de 3,5 % du PIB en 2000 à 0,8 % en 2002, et devrait, selon les estimations, être demeuré globalement stable en 2003. Parallèlement, le ratio endettement/PIB augmente moins rapidement depuis 2001 et s'est récemment stabilisé. En tenant compte autant que possible des différences d'ordre comptable, l'endettement des sociétés non financières de la zone euro s'est établi, en 2003, à un niveau globalement comparable à celui des États-Unis et inférieur à celui du Royaume-Uni et du Japon¹.

Depuis 2001, on observe une amélioration globale de la situation financière des sociétés non financières de la zone euro. Cela se traduit également par une perception plus positive des risques dans ce secteur depuis fin 2002, comme l'illustre la forte réduction des écarts de rendement des obligations du secteur privé. Néanmoins, certaines entreprises devront probablement poursuivre leurs efforts afin d'accroître leur rentabilité et d'améliorer leurs bilans.

S'agissant de la situation financière des ménages de la zone euro, leur niveau d'endettement a constamment progressé depuis la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, en raison notamment de la forte croissance des investissements immobiliers. Les conditions de financement favorables résultant du recul prononcé des taux d'intérêt hypothécaires ont alimenté la demande de prêts au logement et la forte hausse des prix de l'immobilier résidentiel dans certains pays de la zone euro. Parallèlement, l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel a conduit à devoir emprunter des montants plus élevés en vue d'acquérir un logement, tout en se traduisant par des effets de richesse positifs et une augmentation de la valeur des garanties mobilisables. En dépit de la tendance à la hausse des ratios d'endettement des ménages, la charge d'intérêts qu'ils supportent, mesurée en pourcentage du PIB, est demeurée inférieure aux niveaux observés au début des années quatre-vingt-dix, en raison de la forte diminution du coût du financement par endettement. En outre, si l'on compare les ratios d'endettement des ménages dans les principaux pays industrialisés, on constate que les ménages de la zone euro sont nettement moins endettés qu'aux États-Unis, au Royaume-Uni ou au Japon¹.

Compte tenu du redressement du taux d'épargne des ménages depuis 2001 dans un contexte de forte incertitude économique (liée en particulier à l'emploi), la capacité nette de financement des ménages de la zone euro a augmenté. En 2002, elle s'est établie à des niveaux légèrement inférieurs à ceux du milieu des années quatre-vingt-dix (cf. graphique B) et devrait, selon les estimations, s'être stabilisée en 2003. Par conséquent, la situation financière des ménages de la zone euro semble relativement solide, même si, dans certains pays, il existe probablement des risques liés aux rapides augmentations des prix de l'immobilier résidentiel.

¹ Cf. l'article intitulé *Les évolutions des bilans du secteur privé dans la zone euro et aux États-Unis* du *Bulletin mensuel* de la BCE de février 2004

la préférence manifestée alors par les agents économiques pour les actifs sûrs et liquides. Au troisième trimestre, toutefois, le taux de croissance annuel des placements à court terme a quelque peu fléchi, en liaison avec l'accentuation de la courbe des rendements et le repli de l'incertitude sur les marchés financiers.

La croissance des placements financiers à long terme est demeurée globalement stable au premier semestre 2003 et s'est accélérée au troisième trimestre. Toutefois, on a constaté un fléchissement des placements en titres de créance à long terme au premier semestre, ceux-ci restant, par la suite, très peu

dynamiques. Ce recul s'explique probablement par le bas niveau des taux d'intérêt, par des périodes de volatilité relativement forte sur les marchés obligataires en 2003 et, à partir du deuxième trimestre, par un redressement des cours des actions, ce qui a amélioré l'attrait relatif présenté par les placements en actions par rapport aux obligations. Les placements en titres d'OPCVM (à l'exclusion des titres d'OPCVM monétaires) ont fortement progressé, en rythme annuel, durant les trois premiers trimestres 2003. Les placements en actions cotées des agents non financiers se sont également redressés, bien que leur croissance annuelle soit demeurée modérée par rapport à la fin des années quatre-vingt-dix. Cela donne à penser que les agents économiques continuent à faire preuve de prudence vis-à-vis des actions, après les pertes encourues sur leurs portefeuilles depuis début 2000, même si leur état d'esprit semble actuellement évoluer.

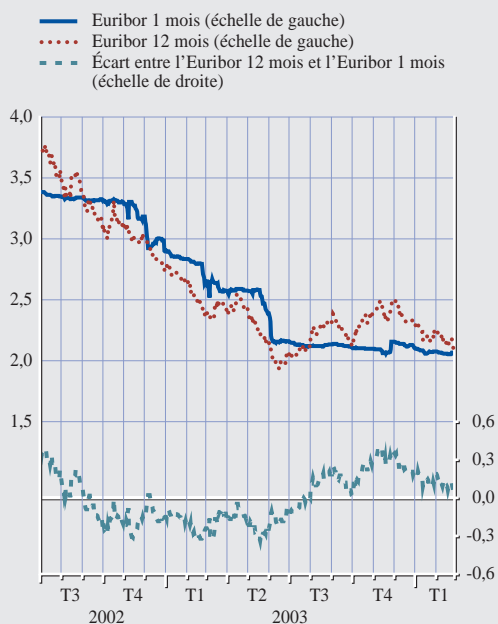
LES TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ SE SONT INSCRITS À DES NIVEAUX TRÈS FAIBLES

Conformément aux décisions du Conseil des gouverneurs de réduire les taux d'intérêt directeurs de la BCE en mars 2003 et en juin, les taux d'intérêt du marché monétaire ont diminué au premier semestre de l'année, prolongeant la tendance à la baisse amorcée à la mi-mai 2002. Après la diminution des taux d'intérêt directeurs de la BCE en juin 2003, la tendance à la baisse des taux du marché monétaire s'est interrompue. Les taux d'intérêt du marché monétaire sur les échéances les plus longues ont ensuite augmenté dans un environnement où les perspectives de reprise économique devenaient plus assurées.

Le marché avait largement anticipé les réductions des taux d'intérêt directeurs de la BCE au premier semestre 2003. Les taux d'intérêt du marché monétaire sur les échéances les plus longues ont baissé au début de l'année dans un contexte de croissance économique faible et d'appréciation du taux de change de l'euro, qui a conduit à anticiper une diminution des tensions inflationnistes. La pente de la courbe des rendements du marché monétaire,

Graphique 8 Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro

(en pourcentage annuel ; en points de pourcentage ; données quotidiennes)



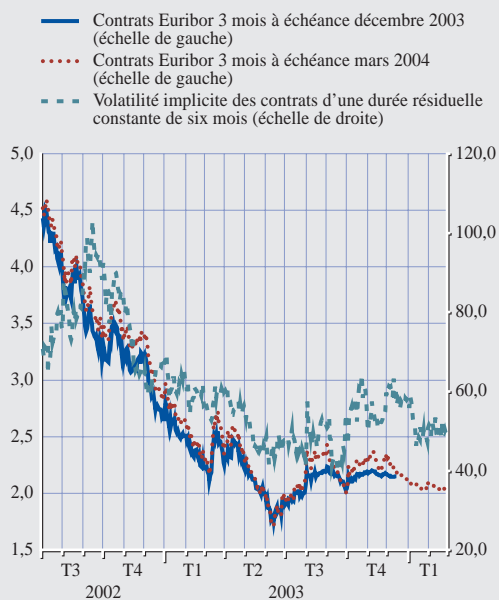
Source : Reuter

mesurée par l'écart entre l'Euribor un mois et l'Euribor douze mois, est restée globalement inchangée, conservant des valeurs négatives au premier semestre 2003, tandis que les taux du marché monétaire à différentes échéances diminuaient dans des proportions comparables (cf. graphique 8).

La tendance à la baisse des taux du marché monétaire a commencé à s'inverser au milieu de 2003, lorsque le pessimisme s'est dissipé et que les opérateurs ont progressivement anticipé une reprise économique au sein de la zone euro, dans un environnement où la liquidité disponible est apparue supérieure au volume nécessaire au financement d'une croissance non inflationniste. Vers la fin de l'année, une partie de l'accroissement des taux du marché monétaire s'est inversée, l'appréciation de l'euro atténuant les anticipations de hausse des taux d'intérêt à court terme. L'Euribor un mois et l'Euribor douze mois s'établissaient, respectivement, à 2,10 % et 2,31 % fin 2003, niveaux sensiblement

Graphique 9 Taux d'intérêt des contrats Euribor 3 mois et volatilité implicite

(en pourcentage annuel ; en points de base ; données quotidiennes)



Sources : Bloomberg, Reuter et calculs de la BCE

Note : La volatilité implicite des contrats d'une durée résiduelle constante de six mois est calculée à partir d'une interpolation de la structure par terme de la volatilité implicite tirée des options sur contrats Euribor 3 mois (cf. également l'encadré intitulé *Mesures de la volatilité implicite induite des options sur les contrats à terme de taux courts* du Bulletin mensuel de la BCE de mai 2002).

inférieurs à ceux de fin 2002 mais légèrement supérieurs à ceux de la mi-2003.

Au cours des deux premiers mois de 2004, les taux d'intérêt Euribor sur les échéances les plus longues ont légèrement diminué, les intervenants de marché ayant prévu que les taux d'intérêt à court terme resteraient, en 2004, à des niveaux inférieurs aux anticipations précédentes. Le 27 février 2004, l'Euribor un mois et l'Euribor douze mois s'établissaient à 2,05 % et 2,09 %, respectivement.

Faisant suite à la baisse progressive des tensions économiques, financières et géopolitiques vers la fin du premier semestre 2003, la volatilité implicite tirée des options sur contrats Euribor trois mois a sensiblement diminué. Comme l'indiquait la faible volatilité implicite à la mi-2003, l'incertitude des opérateurs liée aux

perspectives de taux à court terme était alors extrêmement faible (cf. graphique 9). Après être restée stable à des niveaux relativement bas pendant quelques mois, la volatilité implicite s'est légèrement redressée vers fin 2003, tout en demeurant à des niveaux nettement inférieurs à ceux de l'année précédente.

Sur les échéances très courtes du marché monétaire, le taux au jour le jour, mesuré par l'Eonia, a évolué pendant la plus grande partie de 2003 légèrement au-dessus du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. L'écart entre l'Eonia et le taux de soumission minimal a légèrement augmenté pendant l'été, mais il est ensuite revenu à la normale en septembre et octobre, dans une situation de liquidité généreuse sur le marché monétaire (cf. chapitre 2, section 1.1).

DES FLUCTUATIONS IMPORTANTES DES MARCHÉS OBLIGATAIRES TOUT AU LONG DE 2003

Les marchés obligataires mondiaux se sont caractérisés en 2003 par d'importantes fluctuations des rendements, qui ont suivi des évolutions globalement comparables dans les principales économies. Cette volatilité résultait de la modification du sentiment des opérateurs quant aux perspectives de croissance économique, d'inflation et d'orientation de la politique monétaire. Les incertitudes liées aux tensions géopolitiques ont joué un rôle important, notamment au cours du premier trimestre, le niveau élevé d'aversion au risque provoquant un report des investisseurs des marchés d'actions vers les marchés obligataires. Le recul de ces incertitudes, ainsi que des indications claires d'une reprise dans les principales économies, ont par la suite entraîné un renversement partiel de ces flux. Au total, les rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro et aux États-Unis ont augmenté, respectivement, de 10 et 50 points de base environ en 2003, pour atteindre quelque 4,3 % à la fin de ces deux années (cf. graphique 10). L'écart de rendement sur les obligations à long terme entre les États-Unis et la zone euro a oscillé autour de zéro au cours des dernières

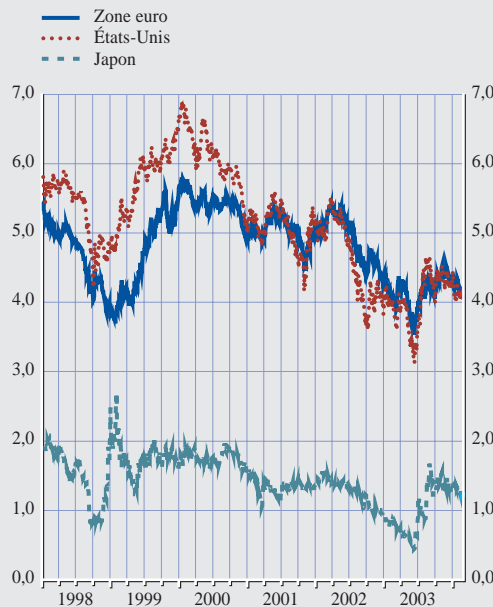
semaines de l'année, alors qu'il avait auparavant été négatif pendant la majeure partie de l'année.

Aux États-Unis, les rendements des emprunts publics ont diminué au cours du premier semestre, prolongeant la tendance amorcée en 2002. Ces évolutions reflètent les appréciations plus pessimistes des opérateurs quant aux perspectives à court et moyen termes de l'activité économique, liées aux tensions résultant des incertitudes géopolitiques et à des données macroéconomiques décevantes. De plus, les rendements obligataires ont diminué en raison des inquiétudes croissantes des investisseurs quant aux risques de tendances déflationnistes dans l'économie américaine. Par conséquent, les rendements des emprunts publics à dix ans ont atteint un niveau historiquement bas à 3,1 % à la mi-juin. Le redressement des rendements obligataires, enregistré ensuite, a résulté essentiellement des révisions à la hausse des anticipations des opérateurs concernant la croissance économique et l'inflation, mais il peut également avoir été lié à leur inquiétude croissante quant à l'ampleur des déficits budgétaire et courant aux États-Unis et à leur caractère soutenable. Les stratégies de couverture des organismes de refinancement hypothécaire américains ont probablement renforcé à la fois la tendance à la baisse des rendements obligataires américains et leur redressement sensible survenu au cours de l'été. En dépit de ce sensible redressement, les rendements obligataires à long terme aux États-Unis ont terminé l'année à des niveaux relativement bas, reflétant en partie le sentiment des opérateurs selon lequel la Réserve fédérale maintiendrait les taux d'intérêt à court terme à des niveaux très faibles pendant une période « considérable ».

L'incertitude des opérateurs en ce qui concerne les évolutions des rendements obligataires sur le marché américain est restée relativement élevée tout au long de l'année, comme le montre l'évolution de la volatilité implicite des options sur les contrats à terme portant sur les emprunts à dix ans du Trésor américain, qui a

Graphique 10 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : Reuter

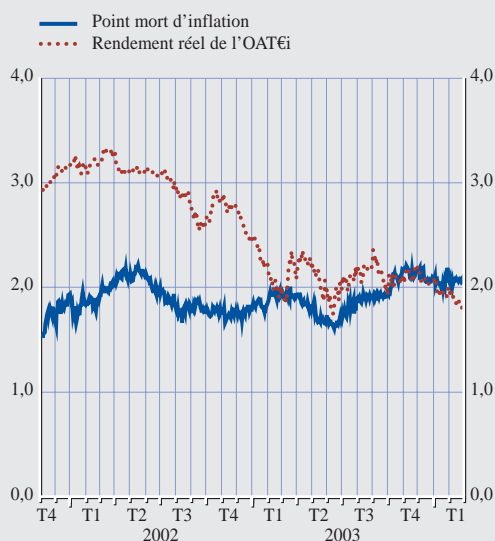
Note : Les rendements des emprunts publics à long terme sont ceux des emprunts à dix ans ou ceux dont l'échéance s'en approche le plus. À compter du 1^{er} janvier 2001, les données relatives à la zone euro incluent la Grèce.

atteint des niveaux assez élevés, dans une perspective historique, notamment au cours de l'été. Cette incertitude semblait refléter, dans une certaine mesure, le débat récurrent parmi les opérateurs quant au caractère durable du niveau très faible des rendements obligataires à long terme aux États-Unis.

Au Japon, les rendements obligataires à long terme ont globalement suivi la même tendance qu'aux États-Unis et dans la zone euro, tout en se maintenant à des niveaux beaucoup plus faibles. Au cours du premier semestre 2003, les rendements obligataires à dix ans au Japon ont atteint des niveaux historiquement bas (autour de 0,4 % à la mi-juin), en liaison avec le pessimisme croissant des investisseurs quant aux perspectives de l'économie japonaise. Les inquiétudes des opérateurs découlaient de la forte appréciation du yen vis-à-vis du dollar américain, qui était perçue comme ayant une incidence négative pour les exportateurs

Graphique 11 Rendement réel de l'OATéi et point mort d'inflation de la zone euro

(en pourcentage ; données quotidiennes)



Sources : Reuter, Trésor français et ISMA

Note : Les rendements réels de l'OATéi sont calculés à partir des cours de marché de l'OAT indexée sur l'IPCH de la zone euro (hors prix du tabac) et à échéance 2012. La méthode utilisée pour calculer le point mort d'inflation a été exposée en page 16 du *Bulletin mensuel* de février 2002.

japonais, ainsi que des effets de l'épidémie de SRAS. Les rendements obligataires à dix ans se sont fortement redressés au cours du troisième trimestre et se sont ensuite stabilisés à la fin de l'année, pour atteindre 1,4 % le 31 décembre, niveau proche de ceux constatés début 2002. Les anticipations d'une accélération de la reprise économique, de même que les mouvements de portefeuille des marchés obligataires vers les marchés d'actions ont contribué à une hausse des rendements obligataires à long terme au cours du second semestre.

Dans la zone euro, les évolutions du marché obligataire en 2003 ont largement reflété celles observées aux États-Unis, même si les rendements obligataires de la zone ont été un peu moins volatils. Au cours du premier semestre 2003, les opérateurs se sont graduellement montrés moins optimistes quant aux perspectives de croissance, ce qui a provoqué une baisse des taux d'intérêt à long terme. Le degré élevé d'incertitude relative à la situation

géopolitique s'est traduit par un accroissement de l'aversion au risque des opérateurs et a ainsi favorisé des mouvements de « report vers les valeurs sûres » au profit des marchés obligataires. À partir de la mi-juin, les rendements obligataires de la zone euro ont commencé à augmenter, de façon moins sensible cependant qu'aux États-Unis. Ces évolutions ont reflété les révisions à la hausse des opérateurs en ce qui concerne les perspectives de croissance économique et, dans une certaine mesure, les révisions à la hausse des anticipations d'inflation. En effet, le point mort d'inflation, mesuré comme la différence entre les rendements des obligations nominales et indexées à dix ans, a augmenté quelque peu après la mi-juin, même si cette hausse était également due, en partie, à des facteurs techniques (cf. graphique 11). Dans l'ensemble, le degré d'incertitude prévalant sur les marchés obligataires de la zone euro a peu changé en 2003, d'après les évolutions de la volatilité implicite du marché obligataire. De plus, la volatilité implicite du marché obligataire de la zone euro n'a pas été, en général, particulièrement élevée en 2003, contrairement aux États-Unis.

Les conditions de financement sur les marchés des obligations de sociétés de la zone euro se sont considérablement améliorées dans la première partie de l'année et sont restées très favorables jusqu'à fin 2003. C'est ainsi que le coût relatif de financement pour les entreprises notées BBB, mesuré par l'écart entre les rendements des obligations émises par ces entreprises et ceux des emprunts publics équivalents, a fortement baissé, de 150 points de base environ en 2003, s'établissant autour de 80 points de base à la fin de l'année, un niveau historiquement très bas. Ces évolutions des conditions de financement sont attribuées à l'amélioration des perceptions des investisseurs en ce qui concerne les risques de crédit des entreprises ainsi qu'à leur préférence accrue pour des actifs plus rémunérateurs, liée au niveau historiquement bas du taux de l'argent sans risque.

Début 2004, les rendements obligataires ont légèrement fléchi sur tous les principaux

marchés. Entre fin décembre 2003 et le 27 février 2004, les rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro et aux États-Unis ont diminué de, respectivement, 20 et 25 points de base environ. L'écart de rendement entre les obligations d'entreprises notés BBB et les emprunts publics comparables est demeuré globalement inchangé dans la zone euro au cours de cette période.

LES TAUX D'INTÉRÊT DES IFM ONT GLOBALEMENT SUIVI LES TAUX DES MARCHÉS

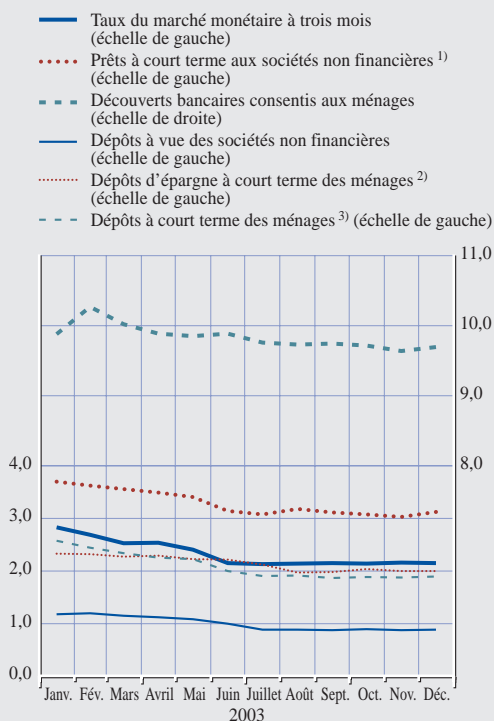
Les taux d'intérêt à court terme des IFM⁶ ont baissé au cours du premier semestre 2003 et se sont ensuite stabilisés (cf. graphique 12). Entre janvier et décembre, les taux des dépôts d'épargne à court terme des ménages (c'est-à-dire les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) et les taux des dépôts à vue des sociétés non financières ont baissé de près de 30 points de base, pour atteindre 2,0 % et 0,9 %, respectivement. Les taux d'intérêt débiteurs à court terme ont également diminué, quoique de façon variable selon la catégorie d'emprunteur. Depuis début 2003, les taux débiteurs à court terme pour les sociétés non financières (c'est-à-dire pour des prêts d'un montant supérieur à 1 million d'euros, assortis d'un taux variable ou dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an) ont fléchi de 60 points de base environ, à 3,1 % en décembre, tandis que les taux des découverts bancaires accordés aux ménages n'ont que légèrement diminué, de 20 points de base environ, à 9,7 %.

Ces évolutions des taux d'intérêt à court terme des IFM sont intervenues dans un contexte de baisse du taux du marché monétaire à trois mois, de près de 70 points de base en 2003. La répercussion de la chute des taux du marché sur les taux d'intérêt bancaires à court terme a obéi dans l'ensemble au schéma traditionnel, et s'est traduite notamment par l'ajustement particulièrement lent des taux des dépôts à vue et des dépôts d'épargne classiques à court terme aux modifications des taux du marché.

Les taux d'intérêt à long terme des IFM sur les nouveaux contrats ont diminué au cours du

Graphique 12 Taux d'intérêt à court terme appliqués par les IFM et taux de marché à court terme

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)



Source : BCE

1) Recouvrent les prêts aux sociétés non financières d'un montant supérieur à 1 million d'euros assortis d'un taux variable ou dont la période initiale de fixation du taux est inférieure ou égale à un an.

2) Recouvrent les dépôts des ménages remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois.

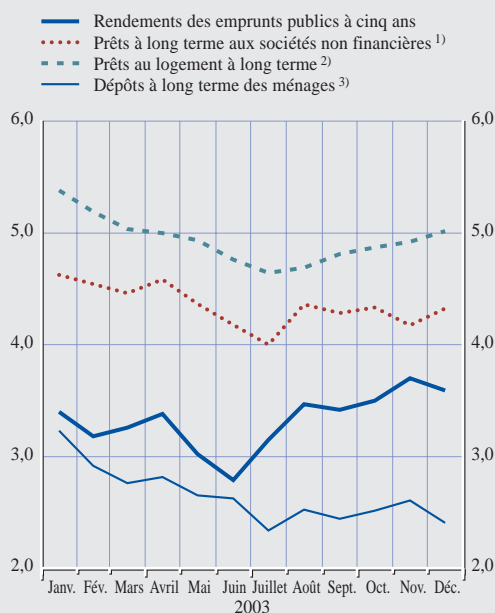
3) Recouvrent les dépôts des ménages d'une durée inférieure ou égale à un an.

premier semestre 2003 avant de se redresser à partir d'août, reflétant globalement les rendements des emprunts publics équivalents (cf. graphique 13). Pour l'ensemble de l'année, les taux des prêts au logement (assortis d'une période de fixation initiale du taux comprise entre cinq et dix ans) et des prêts à long terme aux sociétés non financières (prêts d'un montant supérieur à 1 million d'euros avec une période de

6 La BCE a publié pour la première fois en décembre 2003 les statistiques de taux d'intérêt des IFM de la zone euro, qui couvrent la période depuis janvier 2003. Elles ont remplacé les statistiques précédemment publiées sur les taux d'intérêt des banques de dépôts dans la zone euro, réalisées sur la base de statistiques nationales de taux d'intérêt qui existaient déjà avant 1999. Les nouvelles statistiques de taux d'intérêt des IFM sont harmonisées et donc, dans l'ensemble, comparables entre pays.

Graphique 13 Taux d'intérêt à long terme appliqués par les IFM et taux de marché à long terme

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux)



Source : BCE

1) Recouvrent les prêts aux sociétés non financières d'un montant supérieur à 1 million d'euros et assortis d'une fixation initiale du taux supérieure à cinq ans.

2) Recouvrent les prêts au logement assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à cinq ans et inférieure ou égale à dix ans.

3) Recouvrent les dépôts des ménages d'une durée supérieure à deux ans.

fixation initiale du taux supérieure à cinq ans) ont baissé de 35 et 30 points de base environ, pour atteindre 5,0 % et 4,3 %, respectivement. Ainsi, les évolutions générales des taux d'intérêt à long terme des IFM ont constitué une autre indication des conditions de financement très favorables qui ont prévalu tout au long de 2003. En ce qui concerne les taux d'intérêt des dépôts à long terme des IFM, les taux des dépôts à long terme des ménages (c'est-à-dire les dépôts à terme de plus de deux ans) ont diminué de 80 points de base environ entre janvier 2003 et décembre, pour s'établir à environ 2,4 %.

LES COURS DES ACTIONS ONT FORTEMENT AUGMENTÉ EN 2003 SUR LES PRINCIPAUX MARCHÉS

Mettant un terme à la correction à la baisse commencée en mars 2000, les cours des actions

ont sensiblement augmenté en 2003 sur les principaux marchés, enregistrant leurs premières hausses annuelles depuis 1999 (cf. graphique 14a). La hausse de ces cours s'est accompagnée d'une réduction sensible de la volatilité implicite des marchés boursiers, qui mesure le degré d'incertitude des opérateurs (cf. graphique 14b).

Dans l'ensemble, les évolutions des indices boursiers larges ont suivi en 2003 des profils similaires aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro. Jusqu'à la mi-mars, les cours des actions ont baissé sur ces marchés en raison du pessimisme accru des investisseurs quant aux perspectives de l'économie mondiale, de l'accroissement des incertitudes et de l'aversion au risque. Il semble que tous ces facteurs aient été étroitement liés à l'aggravation des tensions géopolitiques et aux risques de guerre en Irak. Le report vers les valeurs sûres, manifeste au niveau mondial, a été également encouragé par les inquiétudes croissantes liées à la fiabilité des résultats publiés par les sociétés, à la suite de nombreux scandales comptables. Pendant le reste de l'année, les cours boursiers des principaux marchés ont suivi une forte tendance haussière. Dans un premier temps, ce redressement a été déclenché par la normalisation des conditions de marché, due à la baisse des incertitudes des opérateurs lors du début des opérations militaires en Irak. Au second semestre, les cours des actions ont surtout tiré parti de l'amélioration régulière des résultats des sociétés, de la diminution de l'incertitude sur les marchés boursiers et des perspectives plus favorables de l'économie mondiale.

Dans l'ensemble, les cours des actions aux États-Unis, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont augmenté de 26 % entre fin 2002 et fin 2003. Au Japon, les cours des actions, mesurés par l'indice Nikkei 225, ont progressé de 24 %, tandis que dans la zone euro, l'indice Dow Jones EuroStoxx gagnait 18 % sur la période.

Aux États-Unis, les fortes augmentations des cours des actions en 2003 ont également été

probablement soutenues par le programme de relance économique voté par le Congrès américain à la mi-mai, incluant une réduction des taux d'imposition des dividendes et des plus-values. La publication de résultats de sociétés supérieurs aux attentes, pour la plus grande partie de 2003, a confirmé l'amélioration de leurs perspectives. Alors que cette évolution est essentiellement imputable à l'efficacité des mesures de réduction des coûts engagées au cours du premier semestre 2003, elle s'explique ensuite davantage par une reprise générale de l'activité économique au cours du second semestre 2003.

Au Japon, les cours des actions ont diminué au cours des quatre premiers mois de 2003, en raison des inquiétudes des opérateurs liées aux créances douteuses du système bancaire japonais qui ont continué à avoir une incidence négative sur les

cours boursiers. En outre, les cours des actions des sociétés exportatrices ont subi le contrecoup du raffermissement du yen japonais vis-à-vis du dollar des États-Unis. Ensuite, entre avril 2003 et mi-septembre, les marchés boursiers japonais ont vivement rebondi dans un contexte d'amélioration des données économiques et d'annonce de meilleurs résultats des entreprises, et peut-être également grâce aux effets d'entraînement induits par le marché boursier américain. À partir de mi-septembre, les cours des actions se sont globalement stabilisés.

Dans la zone euro, les évolutions des cours des actions ont eu tendance à être étroitement synchronisées avec les mouvements des marchés boursiers américains. Comme aux États-Unis, l'augmentation d'ensemble des cours des actions dans la zone euro a résulté à la fois de la diminution de l'incertitude sur les marchés

Graphique I4 (a) Indices des cours des actions

(indice : 1^{er} janvier 1998 = 100 ; données quotidiennes)

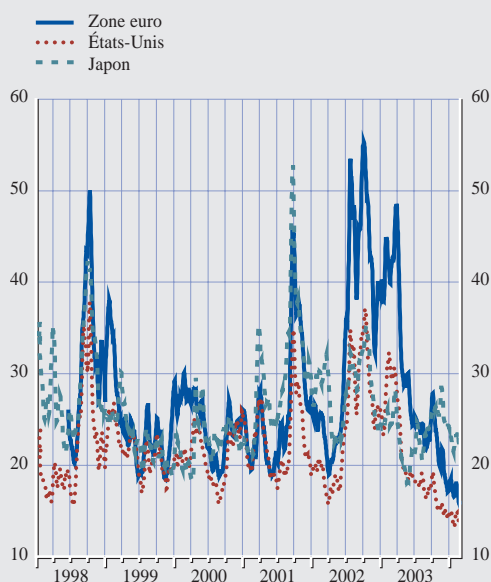


Source : Reuter

Note : Indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et Nikkei 225 pour le Japon. À compter du 1^{er} janvier 2001, les données relatives à la Grèce sont également incluses.

Graphique I4 (b) Volatilité implicite des marchés boursiers

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur dix jours des données quotidiennes)



Source : Bloomberg

Note : Les séries de volatilité implicite représentent l'écart-type attendu de la variation en pourcentage des cours des actions, sur une période n'excédant pas trois mois, induite des prix des options indicelles. Les indices boursiers auxquels ont trait les volatilités implicites sont le Dow Jones EuroStoxx 50 pour la zone euro, le Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et le Nikkei 225 pour le Japon.

boursiers et de la perception par les opérateurs de perspectives plus favorables pour l'économie et les entreprises. S'agissant de la ventilation sectorielle, l'augmentation générale des marchés boursiers de la zone euro a découlé essentiellement des valeurs technologiques, financières et cycliques, qui avaient connu des baisses comparativement plus importantes en 2002. Par ailleurs, s'agissant des valeurs financières, il semble que l'amélioration de la situation du marché des capitaux après mars 2003, les efforts de réduction des coûts et la diminution des provisions pour pertes sur prêts aient eu un impact positif sur la rentabilité des banques.

Sur la période comprise entre fin 2003 et le 27 février 2004, les indices Dow Jones EuroStoxx, Standard & Poor's 500 et Nikkei 225, ont continué d'augmenter, de 5 % et 3 %, respectivement. Ces hausses semblent correspondre à de nouveaux signes d'une amélioration de la rentabilité des entreprises, à un recul des taux d'intérêt à long terme ainsi qu'à la poursuite de la diminution de l'incertitude sur les marchés boursiers.

global dans la zone euro a atteint une moyenne de 2,1 % en 2003, soit 0,2 point de pourcentage de moins seulement qu'au cours des deux années précédentes (cf. tableau 4). Le recul par rapport à 2002 s'explique principalement par une diminution des taux de progression annuels moyens des prix des produits manufacturés hors énergie et des services, ce qui a également entraîné un fléchissement du taux de croissance moyen de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, revenu à 2,0 %, contre 2,5 % en 2002. Dans ce contexte, le profil d'évolution de l'IPCH global en 2003 a reflété les variations des sous-composantes les plus volatiles de l'indice, à savoir les prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés. Les tensions sur les coûts ont été faibles en 2003, dans la mesure où les prix à la production ont affiché des taux de croissance modérés et où la progression des coûts de main-d'œuvre nominaux s'est stabilisée. Toutefois, le tassement des gains de productivité dans un contexte d'atonie de l'activité économique a entraîné une accélération de la croissance des coûts salariaux unitaires durant le premier semestre 2003.

2.2 LES ÉVOLUTIONS DE PRIX

Malgré l'atonie de l'activité économique et l'appréciation de l'euro, la hausse de l'IPCH

En janvier 2004, l'IPCH global est revenu à 1,9 %, en recul de 0,1 point de pourcentage par rapport à décembre 2003. Ce fléchissement est principalement imputable à d'importants effets

Tableau 4 Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2001	2002	2003	2002 T4	2003 T1	2003 T2	2003 T3	2003 T4	2003 Déc.	2004 Janv.
IPCH et composantes										
Indice global	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9
Énergie	2,2	-0,6	3,0	2,9	7,0	1,5	2,1	1,6	1,8	-0,4
Produits alimentaires transformés	2,9	3,1	3,3	2,6	3,1	3,3	3,1	3,8	3,8	3,3
Produits alimentaires non transformés	7,0	3,1	2,1	1,6	0,1	1,5	3,4	3,6	3,2	2,9
Produits manufacturés hors énergie	0,9	1,5	0,8	1,2	0,7	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6
Services	2,5	3,1	2,5	3,1	2,7	2,6	2,4	2,4	2,3	2,5
Autres indicateurs de prix et de coûts										
Prix à la production ¹⁾	2,1	-0,1	1,6	1,2	2,4	1,5	1,2	1,1	1,0	0,3
Cours du pétrole (en euros par baril) ²⁾	27,8	26,5	25,1	26,5	28,4	22,7	25,1	24,5	24,0	24,2
Cours des matières premières ³⁾	-8,1	-0,9	-4,5	5,6	-3,2	-7,9	-5,8	-1,2	-0,2	5,1

Sources : Eurostat, Thomson Financial Datastream et HWWA

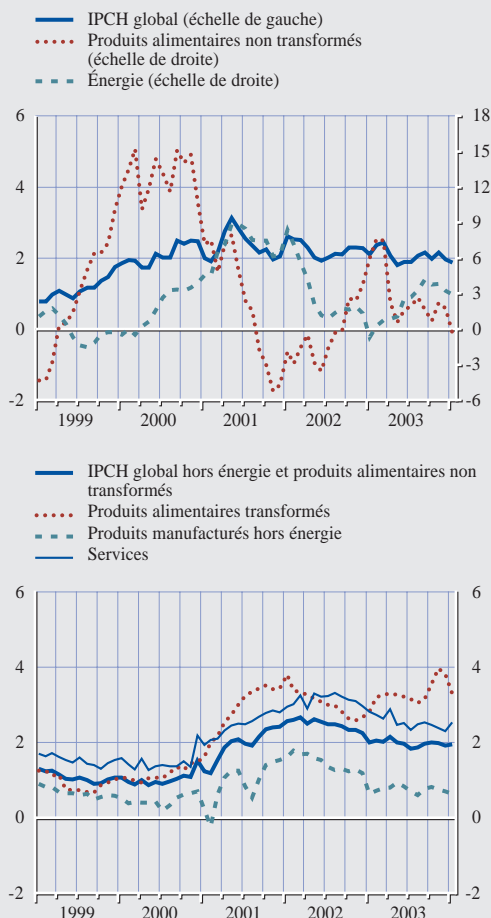
1) Hors construction

2) De qualité *Brent* (livraison à 1 mois)

3) Hors énergie ; en euros

Graphique 15 Ventilation de l'IPCH : principales sous-composantes

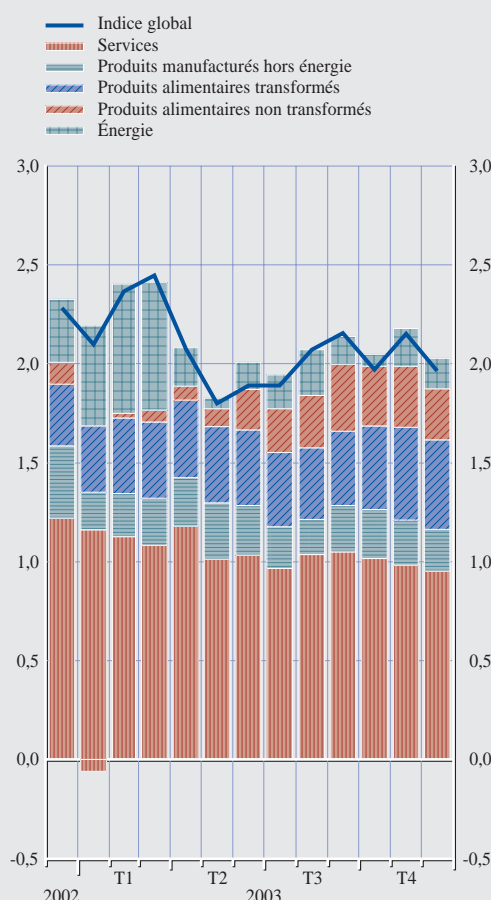
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Graphique 16 Contributions des sous-composantes à l'IPCH

(contributions annuelles en points de pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

de base sur les prix de l'énergie et du tabac, partiellement compensés par l'incidence à la hausse de modifications des prix réglementés et des impôts indirects. Le taux de variation en glissement annuel de l'IPCH hors prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés est demeuré inchangé à 1,9 %.

L'INDICE GLOBAL A REFLÉTÉ LES ÉVOLUTIONS DE SES COMPOSANTES LES PLUS VOLATILES

L'IPCH global a suivi un profil d'évolution assez erratique tout au long de 2003 (cf. graphique 15). L'inflation globale a augmenté en début d'année, lorsque les incertitudes géopolitiques liées à la guerre en

Irak ont poussé à la hausse les prix de l'énergie. Une fois ces incertitudes dissipées et alors que l'euro continuait de s'apprécier face au dollar américain, la contribution de l'évolution des prix de l'énergie s'est affaiblie et l'indice global a repris sa tendance à la baisse pour revenir à 1,8 % en mai, soit le taux de progression le plus bas en trois ans. Au second semestre, toutefois, l'indice global a oscillé autour de 2 %, reflétant essentiellement deux influences contraires : d'une part, une hausse de la contribution des prix des produits alimentaires (les prix des produits alimentaires non transformés ont augmenté à la suite de la canicule qu'a connue l'Europe durant l'été,

Encadré 4

LES ÉCARTS D'INFLATION DANS LA ZONE EURO : ORIGINES POSSIBLES ET IMPLICATIONS POUR LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

La diversité des évolutions de l'inflation dans les pays de la zone euro, mesurée par différents indicateurs de dispersion, s'est sensiblement réduite pendant les années quatre-vingt-dix. Après le démarrage de la phase III de l'UEM en 1999, la dispersion de l'inflation a continué à décroître, pour atteindre son niveau le plus bas au second semestre 1999. Toutefois, elle s'est ensuite légèrement accentuée jusqu'au début 2001. Depuis lors, la dispersion de l'inflation dans la zone euro est demeurée globalement stable, avant de reculer à nouveau en 2003, pour revenir à des niveaux proches de ceux du second semestre 1999. Au total, l'ampleur de la dispersion de l'inflation actuellement observée dans la zone euro ne diffère pas significativement de la situation aux États-Unis.

Malgré le niveau actuellement bas, au regard du passé, de la dispersion de l'inflation dans la zone euro, cette dernière a enregistré des écarts d'inflation relativement persistants au cours des quatre dernières années. À l'exception de la Belgique, de la France, du Luxembourg et de la Finlande, tous les pays de la zone euro ont affiché un taux d'inflation constamment supérieur ou inférieur à la moyenne de la zone euro depuis 1999¹. En particulier, cinq pays (Grèce, Espagne, Irlande, Pays-Bas et Portugal) ont enregistré des écarts d'inflation relativement importants et durablement positifs par rapport à la moyenne de la zone euro, écarts qui ont cependant commencé à se réduire depuis 2002 au Portugal et courant 2003 en Espagne, en Grèce et en Irlande. L'écart d'inflation vis-à-vis de la moyenne de la zone euro est cependant devenu récemment négatif aux Pays-Bas. En revanche, en Allemagne et en Autriche, des écarts d'inflation négatifs durables ont été observés. Cet encadré examine brièvement les causes possibles ainsi que les implications pour la politique économique de la dispersion de l'inflation dans la zone euro².

Les origines possibles

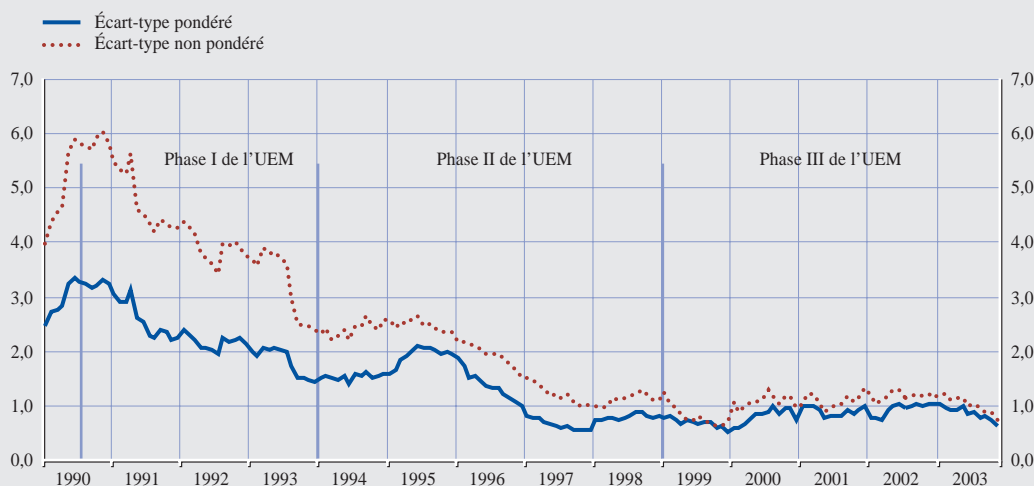
En ce qui concerne les écarts d'inflation relevés dans la zone euro, il convient de souligner que la politique monétaire unique s'est traduite par un changement de régime, dont les effets sur les processus de formation des prix pourraient ne se faire pleinement sentir qu'au terme de plusieurs années. En particulier, l'entrée en phase III de l'UEM a entraîné de nettes baisses des taux d'intérêt en Irlande, au Portugal et en Espagne, et plus tard en Grèce, pays dans lesquels les taux d'inflation dépassaient systématiquement la moyenne de la zone euro avant le milieu des années quatre-vingt-dix. Dans la majorité des autres pays de la zone euro, ces effets de convergence nominale ont été nettement moins importants. Néanmoins, l'effet de rééquilibrage lié à l'amélioration ou la dégradation de compétitivité des différents pays suscitée par des écarts d'inflation négatifs ou positifs devrait limiter l'ampleur et la persistance des écarts résultant de l'ajustement au nouveau régime de la politique monétaire. À cet égard, les pays dont les taux d'inflation sont inférieurs à la moyenne devraient bénéficier de gains de compétitivité et, à court terme, de l'incidence négative relativement plus faible de l'inflation sur le revenu réel disponible et le pouvoir d'achat. Dans le même temps, toutes choses égales par ailleurs, les pays dont les taux d'inflation sont supérieurs à la moyenne devraient subir des pertes de

1 Sur la base des taux d'inflation annuels moyens au cours de la période 1999-2003

2 Pour une analyse plus détaillée des écarts d'inflation dans la zone euro, se reporter au rapport de la BCE intitulé *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, publié sur le site internet de la BCE, www.ecb.int, le 30 septembre 2003

Dispersion de l'inflation dans la zone euro

(écart-type en points de pourcentage)



Source : Eurostat

compétitivité et une incidence négative plus forte de la hausse des prix sur le revenu réel disponible et le pouvoir d'achat.

En plus des effets spécifiques liés au démarrage de la phase III, une combinaison de facteurs temporaires et plus durables agissant sur les évolutions de l'inflation semble être à l'origine des écarts d'inflation observés. En ce qui concerne les facteurs temporaires, des mesures nationales ponctuelles, telles que des modifications des prix réglementés et de la fiscalité indirecte, ont varié d'un pays à l'autre et ont dès lors contribué aux écarts d'inflation. Toutefois, ces mesures ne semblent pas expliquer la majeure partie des écarts d'inflation constatés depuis le début de la phase III, et ne sont pas appelées à jouer un rôle plus important sauf en cas de divergence croissante, dans le futur, des politiques nationales suivies dans les différents pays de la zone euro. En outre, les différences dans le rythme de mise en œuvre des réformes structurelles selon les pays peuvent provisoirement se traduire par un élargissement des écarts d'inflation. Des niveaux différents d'exposition aux chocs externes, dus à des degrés d'ouverture variables en ce qui concerne le commerce extra-zone euro et la dépendance vis-à-vis du pétrole, contribuent également, bien que de façon temporaire, aux écarts d'inflation.

Par ailleurs, il existe un lien entre les situations conjoncturelles et les taux d'inflation : les pays de la zone euro présentant des taux d'inflation supérieurs à la moyenne ont enregistré les taux de progression moyens les plus élevés de la demande intérieure, parallèlement à des écarts de production (*output gaps*) positifs relativement importants. Le contraire se vérifie pour les pays de la zone euro dont les taux d'inflation sont inférieurs à la moyenne. Les différences d'orientation de la politique budgétaire peuvent également expliquer les écarts d'inflation, particulièrement pour des pays comme la Grèce et l'Irlande, dont les politiques budgétaires ont été relativement expansionnistes ces dernières années.

Enfin, en ce qui concerne les facteurs plus durables, les écarts d'inflation observés en Grèce, en Irlande, au Portugal et, dans une moindre mesure, en Espagne peuvent être partiellement imputables à une convergence du niveau des prix et des revenus et/ou à l'effet dit « Balassa-

Samuelson³ ». Inversement, les faibles écarts de gains de productivité entre le secteur exposé et le secteur abrité en Allemagne peuvent être à l'origine d'une inflation inférieure à la moyenne dans ce pays. Cependant, selon les estimations disponibles, les écarts d'inflation entre pays de la zone euro sont, dans certains cas, nettement supérieurs à ceux directement liés à l'effet « Balassa-Samuelson ». D'autres facteurs structurels, tels que la rigidité des salaires et des prix ou des degrés différents de concurrence sur les principaux marchés nationaux, peuvent aussi expliquer les écarts d'inflation observés et leur persistance. À cet égard, des études empiriques montrent que le degré relatif de concurrence semble être un paramètre non négligeable de l'ampleur et de la volatilité des réactions des prix relatifs aux chocs affectant les pays de la zone euro. Quoi qu'il en soit, la poursuite du processus de convergence devrait entraîner un recul de la dispersion de l'inflation grâce à la convergence du niveau des prix et des revenus à long terme. Néanmoins, compte tenu du caractère hétérogène actuel des structures économiques nationales et de l'exposition des pays à des chocs spécifiques, il est probable que certaines différences de taux d'inflation subsisteront dans l'avenir.

Les implications pour la politique économique

Depuis le début de la phase III, il n'est plus possible de réagir aux déséquilibres économiques régionaux et aux chocs (asymétriques) se produisant dans les pays de la zone euro en recourant à la politique monétaire. Au contraire, la politique monétaire unique de la BCE ne peut qu'être orientée vers l'objectif de la stabilité des prix dans la zone euro dans son ensemble. Comme dans toute union monétaire, les écarts d'inflation dans la zone reflètent des différences en termes de dynamique régionale des prix et d'ajustement des prix relatifs et ne peuvent, en tant que tels, être traités par la politique monétaire unique. Parallèlement, la stratégie de politique monétaire de la BCE accorde un rôle secondaire aux écarts d'inflation lorsqu'elle détermine la marge de sécurité relative au taux d'inflation admissible dans la zone euro, dans la mesure où l'existence de tels écarts peut avoir des conséquences pour les régions où le taux d'inflation est plus bas. Il n'en reste pas moins que les écarts d'inflation représentent pour la BCE un défi important en matière de communication, étant donné que la politique monétaire est souvent examinée du point de vue des taux d'inflation nationaux et de leurs implications pour les politiques économiques nationales.

L'existence d'écarts d'inflation importants et persistants peut justifier l'application de solutions à l'échelle nationale dans certains pays afin de prévenir toute perte indésirable de compétitivité. Il y a lieu d'ajuster les politiques économiques nationales, telles que les politiques budgétaires et structurelles, en vue de contrecarrer les écarts d'inflation durables et potentiellement néfastes. La mise en œuvre de réformes structurelles, en particulier de mesures visant à éliminer les rigidités des salaires nominaux et des prix et à diversifier davantage le processus de fixation des salaires dans les différents pays de la zone euro, peut accélérer les ajustements des salaires et des prix nécessaires pour faire face aux chocs et permettre une réaction plus synchronisée des prix nationaux à de tels chocs. À leur tour, ces politiques réduiraient le risque de persistance d'écarts d'inflation dans la zone. Enfin, compte tenu de ses effets très décalés, la politique budgétaire n'est sans doute pas appropriée pour moduler les évolutions de l'inflation à court terme, bien qu'elle puisse être utilisée pour faire face aux écarts d'inflation à plus long terme, en particulier lorsqu'un pays est confronté à des écarts durablement positifs.

3 Selon l'effet « Balassa-Samuelson », les prix des biens non exportables s'accroissent généralement plus rapidement que ceux des biens exportables car la productivité augmente normalement moins vite dans le secteur abrité. Étant donné que la croissance de la productivité fait monter les salaires dans le secteur exposé, les salaires du secteur abrité auront tendance à augmenter également. Ces hausses salariales n'étant pas compensées par des gains de productivité, les coûts salariaux et les prix s'accroîtront plus rapidement dans le secteur abrité. Étant donné que les prix du secteur exposé sont fixés à l'échelle mondiale, la progression de l'indice global des prix sera plus forte dans les pays présentant de nettes différences de croissance de la productivité entre les secteurs.

tandis que l'alourdissement de la fiscalité sur le tabac a entraîné un renchérissement des produits alimentaires transformés) et, d'autre part, un recul de la contribution des prix de l'énergie par rapport au premier semestre de l'année sous l'effet de l'appréciation de l'euro, qui a atténué l'incidence de la hausse des cours du pétrole libellés en dollars (cf. graphique 16).

L'inflation globale a montré en 2003 une viscosité marquée face à l'atonie de l'activité économique et, malgré un certain impact lié aux prix de l'énergie, face à l'appréciation de l'euro. Cela a également été le cas pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés.

En 2003, les prix des produits alimentaires transformés ont principalement subi l'incidence de la hausse des prix du tabac résultant de relèvements de la fiscalité indirecte dans certains pays durant les premiers mois de l'année et, surtout, à la fin de l'année. Cette évolution s'est traduite par une contribution de quelque 0,4 point de pourcentage de cette importante sous-composante à l'inflation globale.

En 2003, la hausse des prix des services s'est progressivement ralentie par rapport au rythme relativement élevé atteint en 2002. Le taux de croissance en glissement annuel des prix des services a suivi une tendance à la baisse pendant l'année, pour s'établir à 2,3 % en décembre, soit environ 0,7 point de pourcentage de moins qu'en décembre 2002. Par conséquent, la contribution de la progression des prix des services au taux d'inflation global est revenue à quelque 1,0 point de pourcentage, ce qui représente néanmoins près de la moitié du taux de progression de l'IPCH observé pour la majeure partie de 2003. En revanche, le taux annuel d'inflation des produits manufacturés hors énergie s'est maintenu à un niveau à peu près constant, à quelque 0,8 % en 2003, soit approximativement la moitié du taux de progression enregistré en 2002, ce qui s'est traduit par une contribution d'environ 0,2 point de pourcentage à l'inflation globale.

La dispersion de l'inflation dans la zone euro s'est réduite en 2003, après être restée globalement stable pendant les deux années antérieures. L'encadré 4 passe en revue et examine les origines possibles des écarts d'inflation observés dans la zone euro.

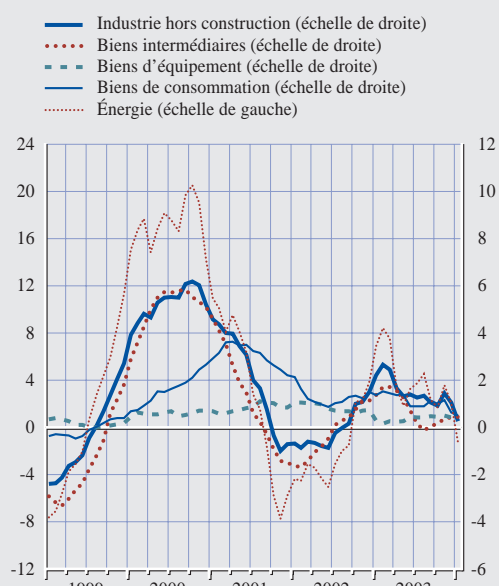
La perception par le public de l'inflation passée, telle que mesurée par l'indicateur qualitatif de la Commission européenne relatif à l'inflation perçue au cours des douze derniers mois, a graduellement reculé au cours du premier semestre 2003. Cependant, ce repli s'est interrompu en été, à la suite de la hausse des prix des produits alimentaires non transformés due à la canicule en Europe. Ce phénomène corrobore dans une certaine mesure l'opinion selon laquelle la perception de l'inflation par les consommateurs est fortement influencée par l'évolution des prix des articles faisant l'objet d'achats fréquents, qui appartiennent pour la plupart à la catégorie des dépenses du panier de la ménagère. Il permet également d'expliquer le caractère assez volatil de la perception de l'inflation. Au second semestre 2003, la perception de l'inflation par les consommateurs semble s'être stabilisée à des niveaux relativement élevés par rapport au passé. En revanche, les anticipations d'inflation des consommateurs pour les douze mois à venir sont restées à des niveaux très bas durant toute l'année 2003, au regard des évolutions antérieures.

LES TENSIONS SUR LES PRIX À LA PRODUCTION ONT ÉTÉ MODÉRÉES

Le taux de croissance annuel de l'ensemble des prix à la production (hors construction) a reculé courant 2003. Ce repli reflète l'incidence de l'appréciation du taux de change de l'euro, qui a contrebalancé celle du renchérissement du pétrole et des matières premières hors pétrole (cf. graphique 17). Il en a résulté un accroissement annuel moyen des prix à la production de 1,6 % en 2003. La morosité économique peut par ailleurs avoir empêché les entreprises d'augmenter les prix à la production pendant la majeure partie de l'année.

Graphique 17 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

En 2003, le profil du taux de croissance annuel des prix à la production considérés globalement a suivi celui des prix de l'énergie et des biens intermédiaires. Reflétant l'évolution des cours du pétrole, les prix de l'énergie ont augmenté en rythme annuel pendant les premiers mois de l'année avant de diminuer à la faveur du recul des cours du pétrole et de l'appréciation de l'euro. Le rythme annuel de hausse des prix des biens intermédiaires, qui s'est établi en moyenne à 0,8 % pour l'ensemble de 2003, a été plus soutenu durant le premier semestre de l'année et a ralenti au second semestre, à

mesure que se transmettait l'appréciation du cours de change. Comme à l'accoutumée, les deux autres principales composantes des prix à la production, à savoir les prix des biens d'équipement et des biens de consommation, ont affiché une stabilité beaucoup plus marquée en termes de rythme de croissance en glissement annuel. Cette évolution suggère que l'atonie de la demande a sans doute empêché les entreprises de répercuter les hausses des prix de l'énergie et des biens intermédiaires au début 2003 en aval de la chaîne de production. Les taux de croissance annuels moyens des prix des biens de consommation et des biens d'équipement ont atteint, respectivement, 1,1 % et 0,4 %.

LA STABILISATION DE LA CROISSANCE DES COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE NOMINAUX EN 2003

La hausse progressive, observée depuis 1999, des taux de croissance des coûts de main-d'œuvre et des indicateurs salariaux de la zone euro dans son ensemble s'est stabilisée début 2003 (cf. tableau 5).

La croissance de la rémunération par tête a affiché un recul au second semestre 2002, puis est restée globalement stable au cours des trois premiers trimestres 2003.

Les informations disponibles concernant la rémunération par tête font apparaître plusieurs différences notables au niveau sectoriel au cours de cette période. Le rythme de croissance du secteur de la construction s'est accéléré au premier semestre 2003 avant de se ralentir par la suite, tandis qu'un repli progressif semble

Tableau 5 Indicateurs de coûts salariaux

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2001	2002	2003	2002 T4	2003 T1	2003 T2	2003 T3	2003 T4
Salaires conventionnels	2,6	2,7	2,4	2,7	2,7	2,4	2,5	2,2
Coûts salariaux horaires totaux	3,3	3,5	.	3,5	3,1	3,2	2,9	.
Rémunérations mensuelles brutes	2,9	3,0	.	3,1	2,9	2,8	2,6	.
Rémunération par tête	2,8	2,6	.	2,5	2,6	2,7	2,6	.
Productivité du travail	0,2	0,4	.	0,9	0,6	0,0	0,2	.
Coûts salariaux unitaires	2,6	2,2	.	1,6	2,0	2,7	2,4	.

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

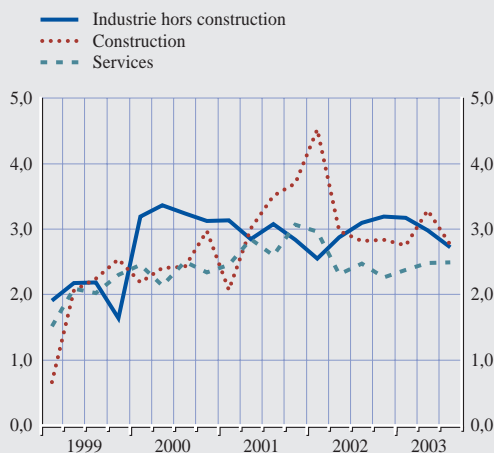
s'être manifesté dans l'industrie hors construction sur l'ensemble de l'année. Dans les services, la progression de la rémunération par tête semble s'être stabilisée en 2003 pour l'ensemble du secteur. Toutefois, des mouvements de sens opposé ont été observés selon les sous-secteurs : l'accélération enregistrée dans les services marchands (qui incluent le commerce, les hôtels et restaurants, les services financiers et les services aux entreprises) pendant les deux premiers trimestres de l'année, s'est atténuée au troisième trimestre, tandis que le taux de progression dans les services non marchands s'est renforcé au cours du troisième trimestre. Ces évolutions suggèrent que le recul de la croissance de l'activité dans l'industrie peut être à l'origine du ralentissement de la hausse des coûts de main-d'œuvre dans le secteur manufacturier pendant les trois premiers trimestres 2003. L'évolution des coûts de la main-d'œuvre dans le secteur des services peut également expliquer une certaine viscosité des prix des services pendant l'ensemble de l'année, compte tenu de la part plus importante des coûts de main-d'œuvre dans ce secteur.

La hausse des salaires conventionnels s'est ralentie en 2003 par rapport à 2002 et celle des rémunérations mensuelles brutes semble avoir suivi la même tendance. Un ralentissement notable de la croissance des coûts de main-d'œuvre est également observé sur la base des heures travaillées, étant donné que les taux de croissance des coûts de main-d'œuvre horaires durant les trois premiers trimestres de 2003 ont été inférieurs à la croissance moyenne enregistrée en 2001 et 2002.

Étant donné que la progression de la rémunération par tête est restée pratiquement stable durant les trois premiers trimestres de l'année, le fléchissement de la croissance de la productivité aux deuxième et troisième trimestres 2003 a provoqué une hausse des coûts salariaux unitaires, de 2,0 % en glissement annuel au premier trimestre à 2,7 % au deuxième trimestre et 2,4 % au troisième trimestre. L'évolution des marges bénéficiaires,

Graphique I8 Ventilation sectorielle de la rémunération par tête

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

dont l'écart entre les taux annuels de croissance du déflateur du PIB et les coûts salariaux unitaires constitue une mesure approchée, indique que le retard de la reprise de l'activité dans la zone euro a continué d'exercer une pression sur les bénéfices. Néanmoins, au second semestre 2003, une certaine amélioration de la croissance de la productivité a contribué au ralentissement de la hausse des coûts salariaux unitaires.

2.3 LES ÉVOLUTIONS DE LA PRODUCTION, DE LA DEMANDE ET DU MARCHÉ DU TRAVAIL

LA REPRISE DE L'ACTIVITÉ EN 2003

L'activité économique s'est redressée dans la zone euro au second semestre 2003, après une stagnation globale à partir du quatrième trimestre 2002 (cf. tableau 6). Cependant, les anticipations antérieures en matière de croissance pour 2003 dans son ensemble ont dû être revues à la baisse. Le PIB en volume a progressé de 0,4 % : il a de nouveau reculé par rapport au taux de croissance de 0,9 % enregistré en 2002 et il est resté inférieur à la tendance de long terme de la production potentielle pour la troisième année consécutive. En outre, les évolutions du marché du travail

Tableau 6 Structure de la croissance du PIB en volume

(variations en pourcentage, sauf indication contraire ; données cvs)

	Taux annuels ¹⁾									Taux trimestriels ²⁾				
	2001	2002	2003	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2002	2003	2003	2003	2003
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T4	T1	T2	T3	T4
Produit intérieur brut en volume	1,6	0,9	0,4	1,1	0,7	0,1	0,3	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,3	
dont :														
Demande intérieure	1,0	0,3	1,0	0,9	1,3	1,0	0,5	1,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,0	
Consommation privée	1,7	0,1	1,0	0,6	1,3	1,0	0,9	0,7	0,3	0,4	0,0	0,2	0,1	
Consommation publique	2,5	2,9	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	2,3	0,1	0,5	0,6	0,6	0,6	
FBCF	-0,3	-2,8	-1,2	-1,6	-1,9	-0,8	-1,2	-0,8	0,3	-0,9	-0,4	-0,2	0,6	
Variation des stocks ^{3), 4)}	-0,5	0,2	0,3	0,5	0,5	0,2	-0,1	0,5	0,0	0,2	0,1	-0,4	0,7	
Exportations nettes ⁵⁾	0,7	0,6	-0,6	0,2	-0,5	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,4	-0,2	0,6	-0,7	
Exportations ⁵⁾	3,4	1,5	0,0	3,6	1,9	-1,5	-0,5	0,1	-0,4	-1,5	-0,9	2,3	0,2	
Importations ⁵⁾	1,7	-0,1	1,5	3,3	3,6	0,8	0,0	1,8	0,3	-0,6	-0,4	0,8	2,1	
Valeur ajoutée brute en termes réels														
dont :														
Industrie hors construction	0,5	0,2	-0,1	1,4	0,7	-1,0	-0,6	0,7	-0,6	0,3	-0,8	0,5	0,7	
Construction	-0,6	-1,1	-0,8	-1,5	-2,0	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,1	
Services purement marchands ⁶⁾	3,1	1,1	0,7	1,1	0,9	0,4	0,9	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,7	-0,1	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Taux annuels : variation en pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente

2) Taux trimestriels : variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

3) En termes de contribution à la croissance du PIB en volume, en points de pourcentage

4) Y compris les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur

5) Les exportations et les importations recouvrent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro. Ces échanges intra-zone ne sont pas éliminés des chiffres relatifs aux importations et exportations utilisés dans les comptes nationaux. Dès lors, ces chiffres ne sont pas entièrement comparables avec les données de la balance des paiements.

6) Comprend le commerce, les transports, les services d'entretien, l'hôtellerie et la restauration, les communications, la finance, les services aux entreprises, l'immobilier et les services de location.

ont été moroses tout au long de l'année. Ces résultats médiocres ont mis en évidence la nécessité de renforcer la flexibilité structurelle de la zone euro et sa résistance aux chocs. L'encadré 5 passe en revue les progrès réalisés en ce qui concerne le programme de réformes de l'UE.

Plusieurs facteurs, dont la faiblesse persistante de l'activité économique mondiale, ont contribué à la morosité du climat conjoncturel début 2003. En outre, le recul de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs a été renforcé par le degré élevé d'incertitude au cours de la période qui a précédé la guerre en Irak. Vers le milieu de l'année, l'incertitude liée à la situation politique internationale s'est progressivement dissipée, donnant lieu à un regain de confiance et à une reprise de l'activité tirée par la demande extérieure.

LES EXPORTATIONS ONT ÉTÉ LA PRINCIPALE COMPOSANTE DE LA DEMANDE FINALE À L'ORIGINE DE LA REPRISE

La reprise enregistrée au second semestre 2003 résulte de l'incidence positive de l'amélioration de la demande étrangère adressée à la zone euro. Toutefois, ces effets ont été limités par l'appréciation de l'euro. La contribution à la croissance trimestrielle des exportations nettes, qui était devenue positive au troisième trimestre, est redevenue négative au quatrième trimestre en raison de la forte croissance des importations (cf. graphique 19). Pour l'ensemble de l'année 2003, les exportations nettes ont fourni une contribution négative à la croissance de 0,6 point de pourcentage.

Les modifications dans la contribution de la demande intérieure à la croissance, au cours de 2003, s'expliquent en grande partie par les évolutions de la variation des stocks. La reconstitution des stocks au premier semestre, consécutive à une période de deux ans de déstockage, a peut-être été induite par

Encadré 5

LES PROGRÈS DES RÉFORMES STRUCTURELLES SUR LES MARCHÉS DE PRODUITS ET DU TRAVAIL DE LA ZONE EURO

Les réformes structurelles sur les marchés de produits et du travail sont essentielles pour renforcer le potentiel de croissance de la zone euro et pour faciliter l'ajustement aux mutations économiques. Les mesures visant à augmenter le taux de croissance potentiel sont d'autant plus importantes que le vieillissement de la population pèsera probablement sur l'offre de main-d'œuvre. En mars 2000, le Conseil européen de Lisbonne a été axé sur l'importance que revêt la modernisation du cadre réglementaire, et a introduit un programme de réformes ambitieux, destiné à faire de l'UE l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde d'ici à 2010. Cet encadré passe brièvement en revue les progrès réalisés dans la mise en œuvre du programme de réformes de l'UE au cours des dernières années et, particulièrement, en 2003.

L'UE surveille et évalue le fonctionnement des marchés de produits dans le cadre du « processus de Cardiff », tandis que la réforme du marché du travail est évaluée dans le cadre du « processus de Luxembourg ». Les deux processus se fondent sur l'examen des réformes, pays par pays, et contribuent aux Grandes orientations des politiques économiques, qui définissent les priorités essentielles dans de nombreux domaines de la politique économique. Ces priorités forment ensuite la base des recommandations qui sont faites à chaque État membre de l'UE¹.

En ce qui concerne les *marchés du travail*, les Grandes orientations des politiques économiques pour la période 2003-2005 insistent sur la nécessité : (a) de renforcer l'effet incitatif conjugué des prélèvements et des prestations afin de rendre le travail plus attrayant sur le plan financier ; (b) d'assurer des politiques efficaces et actives pour l'emploi, ciblées sur les groupes les plus défavorisés ; (c) de promouvoir une organisation du travail plus souple et de revoir les réglementations applicables aux contrats de travail ; (d) de promouvoir la mobilité géographique et professionnelle ; et (e) de faire en sorte que les mécanismes de négociations salariales permettent aux rémunérations de refléter les évolutions de la productivité.

Un certain nombre de pays ont réformé leurs systèmes de prélèvements et de prestations afin de réduire les coûts non salariaux et d'encourager l'offre de main-d'œuvre. Les taux d'imposition ont été abaissés pour les tranches inférieures et intermédiaires de l'éventail des revenus ; les cotisations sociales (salariales et patronales) ont été réduites, particulièrement pour les emplois faiblement rémunérés. En outre, des progrès ont été réalisés en ce qui concerne l'augmentation des taux d'activité des personnes se trouvant en marge du marché du travail. Certains États membres ont renforcé le rôle des agences de travail temporaires et certains obstacles au travail à temps partiel ont été levés.

Au total, la plupart des pays de l'UE ont introduit des réformes du marché du travail en 2003. Toutefois, compte tenu du niveau toujours élevé du chômage structurel, les réformes semblent insuffisantes au regard des objectifs affichés par les gouvernements. Peu de progrès ont été enregistrés pour attirer davantage de personnes sur le marché du travail, investir dans l'accumulation de capital humain et augmenter la capacité d'adaptation des travailleurs et des

¹ Recommandation du Conseil du 26 juin 2003 sur les Grandes orientations des politiques économiques des États membres et de la Communauté. Les Grandes orientations des politiques économiques pour 2003 ont été adoptées pour la période 2003-2005.

entreprises aux mutations macroéconomiques. Les mesures destinées à réduire le chômage à long terme, par le recyclage et la reconversion professionnelle, et à améliorer la capacité d'insertion professionnelle des personnes peu qualifiées et des travailleurs âgés peuvent être considérées comme des domaines prioritaires pour les réformes. En outre, d'autres réformes sont nécessaires en vue d'encourager la mobilité de la main-d'œuvre par l'amélioration de la transférabilité des droits à la retraite et aux soins de santé et la différenciation des salaires en fonction des écarts de productivité sectoriels et géographiques.

Le programme de réformes structurelles pour les *marchés de produits* couvre un large éventail de domaines. Entre autres, les Grandes orientations des politiques économiques invitent les États membres à renforcer la concurrence sur les marchés de biens et de services : (a) en transposant plus rapidement les directives relatives au Marché intérieur dans leur législation nationale ; (b) en progressant dans l'ouverture des marchés publics ; (c) en accordant des ressources et des pouvoirs suffisants aux autorités chargées de la concurrence et de la réglementation, et en veillant à leur indépendance ; (d) en réduisant les aides de l'État ; et (e) en encourageant l'accès aux marchés et l'instauration d'une concurrence efficace dans les industries de réseau.

Après plusieurs années de progrès constants, le pourcentage de législation concernant le Marché intérieur de l'UE que les États membres n'ont pas encore transposé en droit national (connu sous le nom de « déficit de transposition ») a commencé à augmenter en 2002, et la détérioration s'est poursuivie en 2003. La Commission européenne a pris plusieurs initiatives en vue d'améliorer le fonctionnement du Marché intérieur. Toutefois, certaines barrières importantes entravent encore le fonctionnement de ce marché, particulièrement dans le secteur des services. Plusieurs de ces barrières semblent être imputables à des réglementations nationales, telles que les procédures administratives relatives à l'établissement de filiales dans d'autres pays de la zone euro. S'agissant du renforcement de la concurrence, des signes montrent que de nombreux pays de la zone euro ont pris des mesures afin d'améliorer l'efficacité et la transparence des procédures en matière de marchés publics. De surcroît, quelques pays ont accru les pouvoirs des autorités chargées de la concurrence et de la réglementation. En outre, la tendance à réduire et à réorienter les aides de l'État, au cours des dernières années, semble s'être poursuivie, bien que ces aides continuent à jouer un rôle important dans certains secteurs, notamment les transports. Les pays de la zone euro ont continué à mettre en œuvre des réformes réglementaires dans les industries de réseau, mais à des degrés divers. Néanmoins, la concurrence effective dans ces secteurs autrefois protégés pourrait encore être accrue.

En résumé, le rythme des réformes est resté plutôt lent en 2003, d'où la crainte que l'UE ne puisse atteindre les objectifs de Lisbonne à moins d'efforts redoublés déployés par les États membres. Outre le surplus de croissance à long terme qu'elle offre, une nouvelle impulsion au processus de réformes structurelles renforcerait la confiance des consommateurs et des investisseurs, entraînant par là même un certain stimulant à plus court terme pour la croissance.

l'incertitude concernant l'offre de biens intermédiaires importés et par la baisse inopinée de la demande liée à la guerre en Irak. Cet effet positif sur la croissance, lié à la reconstitution des stocks, s'est en partie dissipé au troisième trimestre, avant de se renforcer au

dernier trimestre 2003. Pour l'ensemble de l'année, la contribution de la variation des stocks à la croissance du PIB en volume est ressortie à 0,3 point de pourcentage, en légère augmentation par rapport à l'année précédente.

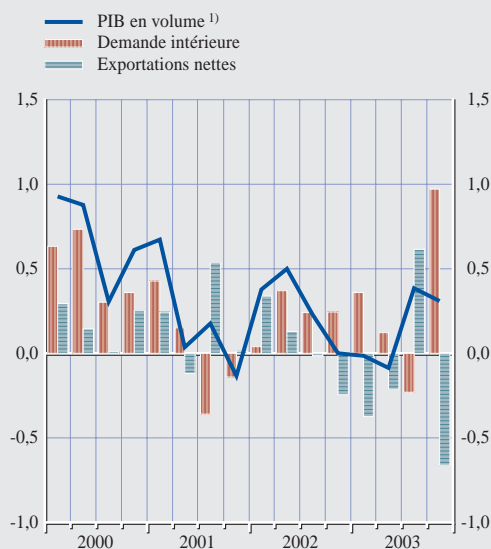
La demande intérieure finale (hors stocks) a quasiment stagné pendant la majeure partie de 2003, n'affichant qu'un léger redressement au second semestre. Sa contribution globale à la croissance du PIB en volume, en 2003, a été de 0,7 point de pourcentage. La formation brute de capital fixe et la consommation privée ont enregistré des variations opposées en cours d'année. La formation brute de capital fixe s'est contractée au cours des trois premiers trimestres, mais ce recul s'est progressivement interrompu et la formation brute de capital fixe a renoué avec des taux de croissance positifs au quatrième trimestre. En revanche, la consommation privée a progressé à un rythme de 0,4 %, d'un trimestre à l'autre, début 2003, mais a pratiquement stagné le restant de l'année.

L'incertitude liée à la guerre en Irak et les perspectives économiques à l'issue de celle-ci ont eu un effet négatif à la fois sur la formation brute de capital fixe et sur la consommation privée, au premier semestre 2003, les ménages hésitant à faire des achats importants et les entreprises étant peu enclines à accroître leurs capacités de production. Ces facteurs ont également masqué le fait que les conditions fondamentales d'une reprise de la consommation et de l'investissement étaient relativement favorables. En particulier, le bas niveau des taux d'intérêt réduit la charge que représente le service de la dette pour les ménages et les entreprises. En outre, les gains de termes de l'échange liés à l'appréciation de l'euro contribuent à l'augmentation du revenu réel des agents de la zone euro.

L'incertitude relative aux perspectives économiques générales a coïncidé avec des efforts constants de la part des entreprises en vue de consolider leurs bilans. Dans ce contexte, des améliorations de la rentabilité ont peut-être servi à la poursuite du désendettement plutôt qu'à investir. L'incertitude persistante concernant les perspectives du marché du travail et le risque de perdre leur emploi a sans doute incité les ménages à augmenter leur épargne pour des motifs de précaution plutôt

Graphique 19 Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume

(contributions trimestrielles en points de pourcentage ; données cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

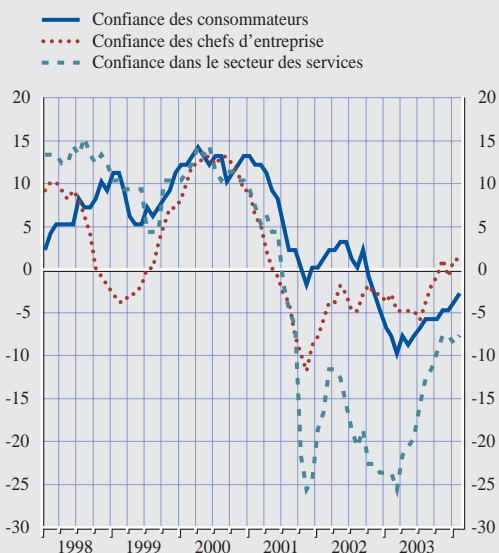
qu'à accroître leurs dépenses de consommation. Dans un certain nombre de pays, les débats relatifs à la mise en œuvre des réformes des régimes de sécurité sociale et de santé ont peut-être augmenté les craintes des ménages et les ont davantage incités à procéder à de l'épargne de précaution. Avec l'apparition de signes plus manifestes d'une reprise de l'activité économique au second semestre 2003, les entreprises ont moins hésité à investir alors que les dépenses de consommation des ménages sont restées modérées.

LA REPRISE DE L'ACTIVITÉ A ÉTÉ TIRÉE PAR L'INDUSTRIE

Tant l'industrie que les services marchands ont contribué à la reprise enregistrée au cours de 2003 mais c'est l'industrie qui a apporté la plus forte contribution. Mesurée par la valeur ajoutée en volume, la production dans les services marchands au sens strict s'est redressée un peu plus tôt que dans l'industrie (hors construction). Cette évolution est globalement conforme à celle de la confiance, qui a commencé à s'améliorer au deuxième

Graphique 20 Indicateurs de confiance

(soldes d'opinions)



Source : Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

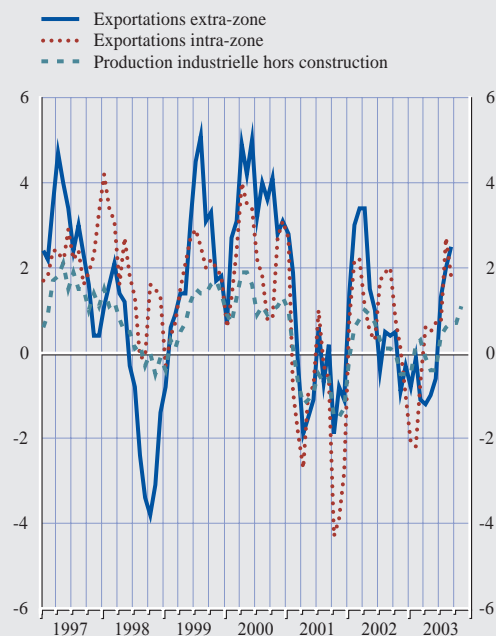
Note : Toutes les données sont cvs. Les données sont calculées en termes d'écarts par rapport à la moyenne sur la période débutant en janvier 1985 pour les indicateurs de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise et en avril 1995 pour l'indicateur de confiance relatif au secteur des services.

trimestre 2003 dans les services, et au troisième trimestre dans l'industrie (cf. graphique 20). Toutefois, au quatrième trimestre de l'année, des mouvements divergents ont été constatés, la production dans l'industrie ayant continué de s'accélérer alors que celle des services marchands affichait un léger recul.

Si l'on compare le taux moyen de croissance de la production en 2003 aux taux des années précédentes et sur le cycle conjoncturel, les résultats du secteur des services ont été relativement faibles. La croissance de la valeur ajoutée en volume dans les services marchands a atteint 0,7 %, continuant à reculer par rapport aux deux années précédentes et revenant à un niveau plus bas que durant la récession de 1993. En revanche, le recul de la croissance dans l'industrie (hors construction) s'est établi à -0,1 %, soit un pourcentage un peu inférieur à ceux des deux années précédentes mais conforme aux taux de croissance généralement

Graphique 21 Exportations de biens et production industrielle

(en volume, données cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les données calculées sont des glissements trimestriels en pourcentage.

observés au cours des périodes de ralentissement économique.

L'amélioration de l'activité industrielle, au second semestre 2003, reflète en grande partie la reprise des exportations de marchandises, ce qui correspond à une forte sensibilité conjoncturelle de la production aux évolutions extérieures dans les pays de la zone euro. Les exportations à la fois intra et extra-zone euro semblent avoir fourni l'élan nécessaire au regain de la production industrielle (hors construction) au second semestre 2003 (cf. graphique 21).

LA DISPERSION DES TAUX DE CROISSANCE DU PIB S'EST RÉDUITE

Diverses mesures de la dispersion indiquent que la divergence des taux de croissance du PIB en volume, entre pays de la zone euro, s'est réduite en 2003. Reflétant en partie le ralentissement économique mondial, la croissance annuelle

moyenne du PIB en volume a ralenti dans la plupart des pays de la zone euro en 2003 par rapport à l'année précédente, à l'exception de la Belgique, de l'Espagne et de la Grèce, où une accélération modérée a été observée. En Italie, la croissance est demeurée pratiquement inchangée.

L'EMPLOI EST RESTÉ GLOBALEMENT STABLE EN 2003

Contrastant dans une certaine mesure avec les évolutions du PIB, le niveau de l'emploi, dans la zone euro, semble être resté globalement stable sur l'ensemble de 2003 (cf. tableau 7). Cela fut également le cas durant la majeure partie de 2002. Les données nationales disponibles pour le quatrième trimestre 2003 font apparaître une croissance annuelle moyenne de l'emploi total comprise entre 0,1 % et 0,2 % environ pour l'année (cf. tableau 7). L'emploi a mieux résisté qu'on aurait pu l'attendre, compte tenu de la période prolongée de faible activité économique. Cependant, alors que l'emploi est resté en grande partie stable, les données disponibles d'enquêtes sur la population active montrent que les heures ouvrées par personne occupée ont diminué assez fortement au cours des dernières années et que ce facteur explique en grande partie l'ajustement du marché du travail qui est

généralement consécutif à un ralentissement économique. Dans une certaine mesure, cela contrasterait avec les évolutions observées au cours des précédentes phases de ralentissement économique, lorsque l'emploi plutôt que les heures ouvrées était la principale variable d'ajustement.

Les ajustements des heures ouvrées par personne occupée pourraient être en partie la conséquence d'une plus grande flexibilité du marché du travail, avec l'annualisation et l'aménagement du temps de travail sur des années complètes plutôt qu'en semaines ou en mois ou le recours accru au travail à temps partiel, par exemple. En raison de la stabilité de l'emploi en 2003, les gains de productivité globale du travail mesurés par personne occupée ne sont apparus que durant la seconde moitié de l'année, lorsque l'activité a commencé à reprendre. Mesurés par heure ouvrée, les gains de productivité du travail pourraient se dissiper plus rapidement, le précédent ajustement à la baisse des heures ouvrées moyennes étant probablement remis en cause à mesure de la progression de la reprise.

Le niveau globalement inchangé de l'emploi total, au cours de 2003, masque des évolutions en sens opposés dans l'industrie et les services.

Tableau 7 Évolutions du marché du travail

(variations annuelles en pourcentage et pourcentages)

	2001	2002	2003	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Population active	0,9	0,9	.	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	.
Emploi	1,4	0,4	.	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	.
Agriculture ¹⁾	-0,8	-2,1	.	-1,1	-1,5	-2,4	-2,1	-2,0	-2,0	-2,2	-1,9	-1,5	.
Industrie ²⁾	0,4	-1,3	.	0,1	-0,4	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,5	-1,4	-1,5	.
– hors construction	0,3	-1,4	.	0,0	-0,5	-1,1	-1,3	-1,4	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	.
– construction	0,4	-0,9	.	0,4	-0,1	-0,7	-0,8	-1,2	-1,0	-0,8	0,1	-0,2	.
Services ³⁾	1,9	1,3	.	1,7	1,5	1,6	1,4	1,2	1,1	0,8	0,8	0,9	.
Taux de chômage ⁴⁾													
Total	8,0	8,4	8,8	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8
Moins de 25 ans	15,7	16,2	16,8	15,7	15,8	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	16,8	16,7	16,7
25 ans et plus	7,0	7,4	7,7	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Comprend également la pêche, la chasse et la sylviculture.

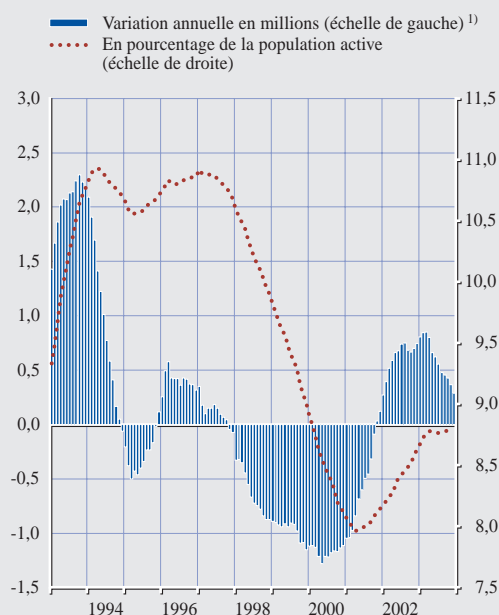
2) Comprend l'industrie manufacturière, la construction, les industries minières et extractives, ainsi que la production et la distribution d'électricité, de gaz et d'eau.

3) Hors organismes extraterritoriaux et organisations extraterritoriales

4) En pourcentage de la population active

Graphique 22 Chômage

(données mensuelles ; cvs)



Source : Eurostat

Note : Les données concernent l'Euro 12 (y compris pour les périodes antérieures à 2001).

1) Les variations annuelles ne sont pas corrigées des variations saisonnières.

Au cours des trois premiers trimestres 2003, l'emploi a diminué dans l'industrie, mais ceci a été compensé par une création nette d'emplois dans les services. Cependant, tant dans l'industrie que dans les services, la croissance moyenne de l'emploi semble avoir été plutôt moins élevée en 2003 qu'en 2002. En outre, les données d'enquêtes sur la population active montrent que l'ajustement du facteur travail par le biais des heures ouvrées par personne occupée s'est produit dans les deux secteurs.

LE TAUX DE CHÔMAGE A CESSÉ D'AUGMENTER EN 2003

La hausse du taux de chômage enregistrée depuis début 2001 dans la zone euro s'est interrompue au printemps 2003, le taux restant inchangé à 8,8 % durant le reste de l'année. En moyenne, ce taux de chômage a été plus élevé de 0,4 point de pourcentage en 2003 qu'en 2002. Cette hausse a globalement touché

les différentes tranches d'âge et les hommes comme les femmes ; toutefois, l'écart entre le taux de chômage des personnes de moins de 25 ans et celui des personnes de 25 ans et plus s'est encore légèrement creusé, tandis que l'écart entre le taux de chômage des femmes et celui des hommes a continué de baisser.

La plupart des pays de la zone euro ont enregistré une hausse du taux de chômage entre 2002 et 2003, à l'exception de la Grèce et de l'Italie, où le chômage a diminué, ainsi que de la Finlande et de l'Espagne, où le taux de chômage est resté globalement constant. Au total, le degré de dispersion des taux de chômage entre pays de la zone euro s'est réduit en 2003. Toutefois, dans certains pays, les taux de chômage enregistrés pour 2003 reflètent, en partie, des sorties des statistiques officielles à la suite de modifications introduites dans l'enregistrement des chômeurs et/ou de réformes du marché du travail.

Alors que le taux de chômage, à l'échelle de la zone euro, est resté globalement stable au cours de 2003, le nombre de chômeurs a continué de progresser légèrement pendant la majeure partie de l'année. En décembre, le nombre total de chômeurs a atteint 12,3 millions, soit une augmentation d'environ 270 000 personnes par rapport à l'année précédente (cf. graphique 22). Le niveau de l'emploi étant resté globalement stable, la hausse du nombre de chômeurs résulte d'une poursuite de la croissance de la population active. La progression de la population active en 2003 a toutefois été légèrement moins élevée que l'année précédente. La hausse du taux de chômage et une nouvelle baisse du taux des offres d'emplois non satisfaites ont très probablement découragé la participation au marché du travail, par exemple en retardant l'entrée dans ce marché.

2.4 LES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

LES SOLDES BUDGÉTAIRES SE SONT ENCORE DÉTÉRIORÉS EN 2003

Le solde budgétaire de la zone euro s'est détérioré en 2003, pour la troisième année consécutive. Les dernières données disponibles en provenance d'Eurostat indiquent un déficit moyen de 2,7 % du PIB en 2003, contre 2,3 % en 2002 (cf. tableau 8). Cette détérioration sensible est essentiellement liée à l'action des stabilisateurs automatiques dans un contexte macroéconomique qui a été nettement moins favorable qu'attendu. La plupart des États membres n'ont pas réussi à atteindre les objectifs fixés dans les programmes de stabilité qui ont été présentés fin 2002 et début 2003. En

moyenne, les résultats ont été inférieurs aux objectifs de 1 % environ du PIB.

Les évolutions budgétaires sont restées préoccupantes dans les pays qui avaient déjà enregistré des déficits budgétaires importants en 2002. Les déficits observés en Allemagne et en France ont été proches de ou supérieurs à 4 % du PIB en 2003, tandis que le Portugal a affiché un déficit proche de 3 % du PIB, en dépit de la mise en œuvre de mesures temporaires d'envergure. Aux Pays-Bas, le déficit des administrations publiques a également atteint 3 % du PIB en 2003.

Du côté des dépenses, la part des dépenses des administrations publiques de la zone euro en

Tableau 8 Situations budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques

	2000	2001	2002	2003
Zone euro	-0,9	-1,7	-2,3	-2,7
Belgique	0,2	0,4	0,1	0,2
Allemagne	-1,2	-2,8	-3,5	-3,9
Grèce	-2,0	-2,0	-1,4	-1,7
Espagne	-1,0	-0,4	0,0	0,3
France	-1,4	-1,6	-3,3	-4,1
Irlande	4,4	1,1	-0,4	-0,2
Italie	-1,8	-2,6	-2,3	-2,4
Luxembourg	6,3	6,3	2,7	-0,1
Pays-Bas	1,5	0,0	-1,9	-3,0
Autriche	-1,9	0,2	-0,2	-1,1
Portugal	-3,2	-4,4	-2,7	-2,8
Finlande	7,1	5,2	4,3	2,3

Dettes brutes des administrations publiques

	2000	2001	2002	2003
Zone euro	70,4	69,4	69,2	70,4
Belgique	109,1	108,1	105,8	100,5
Allemagne	60,2	59,4	60,8	64,2
Grèce	106,2	106,9	104,7	102,4
Espagne	61,2	57,5	54,6	50,8
France	57,2	56,8	58,6	63,0
Irlande	38,4	36,1	32,3	32,0
Italie	111,2	110,6	108,0	106,2
Luxembourg	5,5	5,5	5,7	4,9
Pays-Bas	55,9	52,9	52,6	54,8
Autriche	67,0	67,1	66,6	65,0
Portugal	53,3	55,6	58,1	59,4
Finlande	44,6	43,9	42,6	45,3

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Données établies sur la base de la définition retenue dans le cadre de la procédure relative aux déficits excessifs. Les soldes budgétaires ne prennent pas en compte les revenus de la cession de licences UMTS.

proportion du PIB ont progressé en 2003 par rapport à 2002, des tensions persistantes pesant sur les dépenses courantes, en grande partie sous l'effet de la hausse des dépenses de chômage et des transferts sociaux connexes. Les charges d'intérêts ont légèrement diminué en 2003. Du côté des recettes, la faible croissance des recettes fiscales en 2003 peut être essentiellement imputée à l'atonie de l'activité économique et au recul inattendu de certaines recettes fiscales.

Des évolutions budgétaires défavorables ont affecté négativement le ratio moyen d'endettement des administrations publiques. Après plusieurs années de baisse ininterrompue, quoique modérée, le ratio endettement/PIB de la zone euro est passé à 70,4 % en 2003. Cette aggravation reflète la détérioration prolongée du surplus primaire et la croissance limitée du PIB nominal. En 2003, le ratio d'endettement a dépassé 60 % du PIB en France, tandis qu'il est resté supérieur à cette valeur de référence en Allemagne et en Autriche et supérieur à 100 % du PIB en Belgique, en Grèce et en Italie.

Selon les estimations de la Commission européenne, l'orientation des politiques budgétaires dans la zone euro, mesurée par l'évolution du solde primaire ajusté du cycle, a, dans l'ensemble, été neutre en 2003. Ceci traduit la maîtrise des dépenses primaires ajustées du cycle et les relèvements de la fiscalité indirecte et des taux de cotisations sociales opérés dans certains pays, qui ont globalement contrebalancé la mise en œuvre de réductions supplémentaires de l'imposition sur le revenu des personnes physiques dans plusieurs États membres.

LE CADRE BUDGÉTAIRE EUROPÉEN EST MENACÉ

Le 25 novembre 2003, le Conseil Ecofin a décidé de ne pas agir sur la base des recommandations émises par la Commission européenne vis-à-vis de l'Allemagne et de la France, et de suspendre la procédure de déficit excessif à l'encontre de ces pays. Dans ses conclusions, le Conseil Ecofin a recommandé

que la France réalise une réduction de son déficit ajusté du cycle de 0,8 % du PIB en 2004 et d'au moins 0,6 % en 2005, afin de ramener son solde au-dessous de 3 % du PIB en 2005 au plus tard. Parallèlement, il a préconisé que l'Allemagne abaisse son déficit ajusté du cycle de 0,6 % du PIB en 2004 et de 0,5 % au moins en 2005, en vue de ramener le déficit au-dessous de 3 % du PIB en 2005 au plus tard (cf. chapitre 4). La décision du Conseil Ecofin a semé le doute quant à la mise en œuvre des règles régissant les politiques budgétaires des pays de la zone euro. Elle crée également un précédent, en raison de l'application laxiste de la procédure de déficit excessif, ce qui pourrait affaiblir les incitations à la consolidation à l'avenir.

Il est essentiel de préserver la confiance dans la solidité des fondements institutionnels de l'UEM. L'Allemagne et la France doivent maintenant se montrer à la hauteur de leurs responsabilités et honorer leur engagement de corriger leur déficit excessif dans les plus brefs délais, et en 2005 au plus tard. Les pays qui sont encore confrontés à des déséquilibres budgétaires doivent aussi progresser pour atteindre des situations « proches de l'équilibre ou en excédent » à moyen terme, en réduisant leur déficit structurel d'au moins 0,5 % du PIB par an.

La mise en œuvre de politiques budgétaires saines est dans l'intérêt de tous les pays. Des situations « proches de l'équilibre ou en excédent » créent une marge de manœuvre pour le libre jeu des stabilisateurs automatiques, ce qui facilite le lissage des cycles conjoncturels. Des finances publiques saines permettent également aux différents pays de faire face à l'incidence budgétaire du vieillissement de la population en réduisant les ratios d'endettement public. Par contre, le manque de discipline accroît l'incertitude entourant la solidité future des finances publiques, et fausse ainsi les arbitrages intertemporels des agents économiques. Il peut également en résulter des externalités susceptibles d'affecter négativement d'autres États membres.

Conformément aux programmes de stabilité soumis fin 2003 et début 2004, le déficit de la zone euro devrait fléchir de 0,3 point de pourcentage en 2004, pour s'établir à 2,4 % du PIB. L'assainissement résultant de la limitation des dépenses, de la baisse des charges d'intérêts et de la reprise progressive de l'activité économique devraient contrebalancer les effets expansionnistes liés aux réductions d'impôts octroyées dans plusieurs pays. Il est prévu que le solde ajusté du cycle de la zone euro s'améliore en 2004. Cette même année, les déficits de l'Allemagne et de la France devraient diminuer, mais rester supérieurs à 3 % du PIB. Selon l'avis du Conseil Ecofin, le processus d'ajustement prévu dans le programme de stabilité de la France semble insuffisant pour éliminer le déficit excessif en 2005 au plus tard, tandis que le processus d'ajustement de l'Allemagne pourrait également être insuffisant pour corriger le déficit excessif en 2005. En outre, selon les calculs de la Commission présentés dans les avis du Conseil Ecofin, la Grèce, l'Italie et le Portugal ne sont guère susceptibles de réduire leur déficit ajusté du cycle d'au moins 0,5 % du PIB en 2004.

promouvoir la qualité des finances publiques, les priorités en matière de dépenses devraient être reportées vers les dépenses productives qui renforcent le potentiel de croissance. La réduction des engagements globaux en matière de dépenses créera la marge de manœuvre nécessaire pour une réduction de la pression fiscale, contribuant ainsi à la croissance économique.

LA RÉFORME STRUCTURELLE DES FINANCES PUBLIQUES DEMEURE FONDAMENTALE

Les réformes des retraites mises en œuvre ou envisagées dans certains pays amélioreront la soutenabilité à long terme des finances publiques. Cependant, le vieillissement important de la population européenne nécessitera de nouveaux ajustements (cf. encadré 6). La consolidation budgétaire devrait être intégrée dans un ensemble de réformes crédibles à moyen terme. La combinaison de réformes structurelles et de la consolidation budgétaire peut contrecarrer les effets négatifs à court terme des économies budgétaires sur la demande en améliorant la crédibilité des gouvernements de la zone euro et la confiance du public dans la capacité de ceux-ci à respecter les règles convenues et à assurer la soutenabilité budgétaire à long terme.

Des réformes structurelles s'imposent particulièrement du côté des dépenses. Pour

Encadré 6

L'IMPORTANCE DE RÉFORMES GLOBALES POUR DES FINANCES PUBLIQUES SOUTENABLES

Pour assurer la soutenabilité budgétaire à long terme, les pays de la zone euro doivent mettre en œuvre d'importantes réformes, notamment budgétaires.

Le vieillissement de la population et la soutenabilité des finances publiques

Le vieillissement de la population constitue l'un des risques les plus importants qui pèsent sur la soutenabilité des finances publiques des économies de la zone euro. Eurostat prévoit que le taux de dépendance des personnes âgées, à savoir le rapport entre la population âgée de 65 ans et plus et la population âgée de 15 à 64 ans, passera de 25 % environ en 2000 à plus de 50 % en 2050. Cette évolution démographique exercera des tensions sur les finances publiques, en accroissant les dépenses liées au vieillissement, et, plus particulièrement, sur les retraites publiques et les systèmes de santé et de soins de longue durée. Les régimes de retraite publique sont essentiellement fondés, en Europe, sur le principe de la répartition. Comme les contributions actuelles financent les dépenses actuelles, le nombre croissant de retraités mettra ces systèmes en difficulté. Les dépenses de santé devraient progresser, étant donné que la demande de services de santé tend à augmenter avec l'âge. L'expérience donne à penser que les évolutions techniques pourraient aussi contribuer au développement des dépenses de santé.

Une étude récente commandée par le Conseil Ecofin et réalisée par le Groupe de travail sur le vieillissement du Comité de politique économique¹ de l'UE a prévu que l'augmentation des dépenses publiques au titre des retraites, du fait du vieillissement de la population, varierait dans la plupart des pays de la zone euro entre 3 et 6 points de PIB d'ici à 2050. Le gonflement des dépenses de santé et de soins de longue durée pourrait même alourdir le fardeau de 2 à 4 points de PIB supplémentaires.

La stratégie de l'UE face au problème du vieillissement de la population

Compte tenu de la nécessité de réformes globales, l'UE a convenu, en 2001, d'une stratégie à trois volets pour faire face aux pressions liées au vieillissement de la population. Cette stratégie a été définie, pour la première fois, dans les Grandes orientations des politiques économiques de 2001 et prescrit : (a) des mesures pour augmenter les taux d'emploi, (b) une réduction rapide de la dette publique et (c) de nouvelles réformes des systèmes de retraite et de santé, notamment un recours accru à la capitalisation. Le cadre budgétaire de l'UE, prévu par le Traité instituant la Communauté européenne et le Pacte de stabilité et de croissance, répond également aux défis budgétaires posés par le vieillissement de la population à la fois en exigeant des positions budgétaires à moyen terme « proches de l'équilibre ou en excédent » et en posant des limites aux niveaux de déficit et d'endettement.

Les politiques actuelles

Les politiques budgétaires actuelles dans la zone euro font apparaître un tableau contrasté sur le plan des actions entreprises pour améliorer la soutenabilité. Premièrement, si les approches

¹ Cette étude est disponible sur le site internet de la direction générale des Affaires économiques et financières de la Commission européenne, à l'adresse www.europa.eu.int/comm/economy_finance/epc_en.htm.

adoptées pour réformer les régimes de retraite et de santé vont dans la bonne direction, les mesures planifiées ne suffiront généralement pas pour assurer la soutenabilité de ces systèmes, et d'autres réformes s'imposent. Les grands axes de la plupart des efforts de réforme des retraites visent à augmenter l'âge de départ effectif à la retraite, notamment en créant des incitations à rester actif et en relevant les périodes de cotisation ouvrant l'accès à des prestations de retraite complètes. Les efforts consentis dans le secteur de la santé tendent à s'attacher à réduire la croissance des dépenses à court terme, en accentuant, par exemple, la prise de conscience du coût des traitements médicaux par une augmentation des tickets modérateurs. Deuxièmement, les déficits, outre qu'ils sont élevés, sont, dans une large mesure, de nature structurelle. Cela signifie que, au-delà même de l'obligation de répondre aux nécessités budgétaires imposées par les changements démographiques prévus, les pays en question devront poursuivre d'ambitieuses politiques de consolidation structurelle pour parvenir à une position budgétaire saine.

2.5 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL, LES TAUX DE CHANGE ET LA BALANCE DES PAIEMENTS

LA REPRISE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE S'EST ACCÉLÉRÉE EN 2003

Après une période d'incertitude au premier semestre 2003, essentiellement liée aux tensions géopolitiques, aux menaces terroristes, à l'épidémie de SRAS et aux craintes de déflation, la reprise de l'économie mondiale s'est amplifiée durant le second semestre de l'année. Fin 2003, le redressement s'est généralisé et renforcé, essentiellement sous l'effet du dynamisme de la croissance aux États-Unis et en Asie. Alors que la consommation des ménages et le caractère expansionniste des politiques économiques ont soutenu le redémarrage progressif de l'activité économique dans le monde, l'investissement des entreprises, en particulier, est resté relativement atone dans plusieurs pays industrialisés, en raison de l'existence de surcapacités de production et du niveau d'endettement des entreprises. Les tensions inflationnistes sont demeurées relativement faibles, en raison de la forte croissance de la productivité, notamment aux États-Unis, et de la persistance d'excédents importants des capacités de production. Les déséquilibres ont perduré tout au long de 2003. Plus particulièrement, le déficit courant américain a continué de se creuser, en dépit de la dépréciation considérable du dollar américain.

Aux États-Unis, la reprise s'est généralisée en 2003 et la croissance du PIB a atteint 3,1 %, contre 2,2 % en 2002. Au cours des premiers mois de l'année, la forte incertitude alimentée par la situation politique internationale prévalant avant le début des hostilités en Irak a altéré la confiance des investisseurs et des consommateurs, contribuant ainsi à différer la reprise de l'économie américaine. Toutefois, l'activité économique a rebondi au deuxième trimestre, lorsque ces incertitudes liées à la situation internationale se sont dissipées, et la croissance s'est dès lors sensiblement raffermie au second semestre. Les dépenses des ménages sont demeurées soutenues et ont largement contribué à la croissance du PIB. La consommation privée, dont l'accélération a été particulièrement rapide pendant l'été, a progressé, en volume, de 3,1 % en 2003. Les allègements fiscaux, qui ont permis de maintenir la croissance du revenu disponible (de 4,3 % en 2003, contre 5,2 % l'année précédente), ont exercé un effet déterminant sur les dépenses des ménages. Un autre facteur de soutien trouve son origine dans les opérations de refinancement des crédits au logement au cours du premier semestre de l'année. Ces éléments, pris conjointement, ont compensé l'incidence négative de la faiblesse de la confiance et de la situation défavorable de l'emploi sur les dépenses des ménages jusqu'au troisième trimestre. Dans le contexte d'un marché immobilier vigoureux et de taux historiquement bas des crédits au logement,

l'investissement résidentiel s'est fortement accéléré, pour s'inscrire à 5,2 % en 2003.

La détérioration du marché du travail a été une source notable de faiblesse durant une grande partie de 2003, bien que certains signes d'amélioration des conditions du marché de l'emploi soient apparus au troisième trimestre. L'emploi salarié privé s'est sensiblement contracté au cours du premier semestre 2003, avant de se redresser modérément. Le taux de chômage a commencé à refluer en été, après avoir atteint un pic de 6,4 %, en juin, pour retomber à 5,6 % en janvier 2004, cette amélioration étant partiellement imputable à un tassement de l'évolution de la population active.

Après deux années de baisse, l'investissement des entreprises a progressé de 4,3 % en 2003. À la suite du rebond initial enregistré au deuxième trimestre, la dynamique de l'investissement s'est accélérée pendant le reste de l'année, pour atteindre des taux annualisés supérieurs à 10 %. La reprise des dépenses d'équipement a trouvé sa source dans des conditions de financement favorables, une hausse des bénéfices et la fermeté des perspectives de la demande. Cette reprise est restée limitée, étant concentrée sur les dépenses en matériel et en logiciels. S'agissant des échanges commerciaux, l'augmentation des volumes importés a dépassé celle des exportations en 2003, en liaison avec un rythme de croissance de la demande intérieure supérieur aux États-Unis à celui de leurs principaux partenaires commerciaux. En conséquence, le déficit des transactions courantes s'est creusé, pour dépasser 5 % du PIB en 2003, reflétant dans une large mesure les déséquilibres du secteur public.

La hausse des prix à la consommation et celle des prix à la production se sont accélérées aux États-Unis en 2003. Toutefois, corrigées de l'incidence des prix de l'énergie, les tensions inflationnistes sont restées globalement faibles dans le courant de l'année, en raison de taux d'utilisation des capacités de production médiocres et d'une forte hausse de la

productivité. L'inflation, mesurée par les indices des prix à la consommation et à la production, a atteint, respectivement, 2,3 % et 3,2 % en 2003, contre 1,6 % et -1,3 % en 2002. Hors alimentation et énergie, la hausse des prix à la consommation est passée de 2,4 % en 2002 à 1,4 % en 2003, et celle des prix à la production (hors alimentation et énergie) est restée modérée.

Les taux d'intérêt se sont maintenus à des niveaux historiquement bas en 2003. Le Comité fédéral de l'*open market* (CFOM) du Système fédéral de réserve a procédé à une réduction de 25 points de base du taux cible des fonds fédéraux en juin 2003, le ramenant à 1 %. Le communiqué accompagnant les réunions du CFOM a précisé jusqu'en décembre qu'une politique accommodante serait maintenue pour une « période considérable », étant donné les risques d'une baisse inopportune de l'inflation. Lors de la réunion de janvier 2004, toutefois, cette déclaration a été remplacée par la référence à une approche « patiente » du CFOM quant à la levée de cette politique accommodante. La politique budgétaire a encore été notablement expansionniste en 2003, le déficit budgétaire fédéral passant à 3,5 % du PIB pour l'exercice 2003, contre 1,5 % du PIB pour l'exercice 2002. Cette situation a résulté principalement de mesures budgétaires discrétionnaires et, dans une moindre mesure, du jeu des stabilisateurs automatiques.

Au Japon, l'activité économique s'est redressée tout au long de 2003, grâce aux exportations nettes et à l'investissement privé. Après un léger ralentissement au début de l'année, les exportations ont progressé à un rythme accéléré au second semestre. En particulier, les exportations à destination des pays asiatiques hors Japon ont affiché une croissance soutenue, la Chine représentant à elle seule plus de la moitié de cette augmentation en 2003. Dans un contexte du niveau des stocks historiquement bas, la progression des exportations s'est traduite par un redressement de la production industrielle au second semestre, des hausses particulièrement fortes étant enregistrées dans

les secteurs fortement exportateurs des biens d'équipement et dans celui des biens d'équipement électriques. L'investissement privé non résidentiel s'est sensiblement accéléré, grâce au redressement des bénéfices des entreprises et à certaines améliorations structurelles de leurs bilans. Reflétant les faiblesses persistantes du marché du travail et des revenus, les dépenses de consommation privée ont été relativement atones. Grâce aux efforts continus visant à parvenir à l'assainissement budgétaire à moyen terme, les dépenses des administrations publiques se sont contractées, reflétant des baisses importantes des dépenses publiques d'investissement.

Les tensions déflationnistes se sont quelque peu apaisées en 2003. L'indice des prix à la consommation a fléchi, en moyenne, de 0,3 %, après un recul de 0,9 % en 2002. La Banque du Japon a relevé l'objectif de solde des comptes courants des banques ouverts dans ses livres, le portant de 15 000 milliards de yens – 20 000 milliards au début de 2003 à 30 000 milliards de yens – 35 000 milliards en janvier 2004. Par ailleurs, la Banque du Japon a décidé d'acheter des créances titrisées pour une période limitée, en vue de favoriser un financement aisé des petites et moyennes entreprises.

La croissance économique des pays d'Asie hors Japon a été vigoureuse en 2003, consolidant ainsi la reprise de 2002. La région a plutôt bien résisté à plusieurs chocs défavorables, tels que les incertitudes géopolitiques (à savoir la guerre en Irak et la tension observée en Corée du Nord) et l'épidémie de SRAS. La vive progression de la production a résulté de la convergence de différents facteurs. Premièrement, le secteur exportateur a bénéficié d'un redressement de l'économie mondiale et de la dépréciation des taux de change effectifs, comme le confirme le rythme soutenu des exportations de plusieurs pays de la région. Deuxièmement, la demande intérieure, malgré un ralentissement marqué au deuxième trimestre, sous l'effet de l'apparition du SRAS, a ensuite progressé à un rythme supérieur aux

attentes initiales. Au niveau des pays, la Chine, dont le PIB a progressé de 9,1 % en 2003, est restée, de loin, l'économie la plus dynamique de la région.

Dans les nouveaux pays adhérents à l'UE, la croissance de la production a continué de résister en 2003, en dépit d'un environnement extérieur peu porteur. L'augmentation du PIB en volume a été essentiellement tirée par la consommation privée et les exportations nettes, tandis que l'investissement a également fait preuve de vigueur dans certains pays. Les situations budgétaires ont continué à se dégrader dans plusieurs pays, posant des défis préoccupants quant à la soutenabilité des finances publiques. L'IPCH moyen enregistré dans l'ensemble des nouveaux pays adhérents est demeuré proche de 2 %, même si des écarts d'inflation substantiels entre les différents pays étaient constatés (cf. le chapitre 7 pour plus de détails).

En Amérique latine, des signes d'amélioration globale de l'économie sont apparus en 2003, tandis que l'Argentine enregistrait un net rebond par rapport à la crise de l'année précédente. Les deux plus grands pays de la région, à savoir le Brésil et le Mexique, ont affiché respectivement une contraction et une croissance assez lente du PIB. L'économie brésilienne a été en récession, sur une base annuelle, au cours des trois derniers trimestres 2003, en grande partie sous l'effet d'un ralentissement de la demande intérieure intervenu en dépit d'une légère diminution des coûts de financement. Au Mexique, le secteur manufacturier, dont les exportations n'ont pas suivi la reprise aux États-Unis, a été le principal frein à la croissance.

Les cours du pétrole brut de type *Brent* se sont établis, en moyenne, à 28,9 dollars le baril en 2003, en hausse de 15,4 % par rapport au niveau de l'année précédente. Cette augmentation est imputable à des perturbations dans l'approvisionnement, à une demande insatisfaite, au bas niveau des stocks et aux tensions géopolitiques. Les prix des matières

premières hors pétrole se sont également considérablement affermis en 2003 en raison de l'accélération de l'activité économique mondiale. En particulier, la demande chinoise de produits de base a eu une forte incidence sur les marchés de matières premières.

L'EURO S'EST FORTEMENT APPRÉCIÉ EN 2003

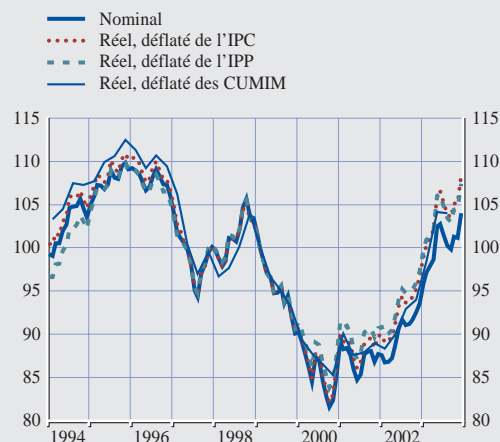
En 2003, l'euro a poursuivi son appréciation par rapport aux principales monnaies. Cette évolution a surtout été marquée vis-à-vis du dollar américain et de plusieurs monnaies asiatiques, conséquence de leur ancrage (officiel ou non) à la monnaie américaine. L'euro s'est également renforcé à l'égard du yen japonais, de la livre sterling et du franc suisse, quoique dans une moindre mesure, alors qu'il s'est affaibli par rapport au dollar australien.

Au premier semestre 2003, ces évolutions se sont produites dans un contexte d'incertitudes économiques et géopolitiques relativement fortes. Les tensions sur l'euro se sont temporairement relâchées en été, à la faveur de l'amélioration des anticipations du marché concernant la reprise économique des principaux pays partenaires. Vers fin 2003, l'euro s'est à nouveau renforcé, les analystes de marché étant de plus en plus préoccupés par les déséquilibres externes mondiaux. Dans l'ensemble, fin 2003, le taux de change effectif nominal de l'euro était supérieur de près de 11 % à celui du début de l'année et de presque 17 % au niveau moyen observé en 2002.

Au cours des deux premiers mois de 2004, le taux de change effectif de l'euro ne s'est pas apprécié davantage. Il semble que les évolutions des taux de change de l'euro au cours de cette période aient été affectées par une combinaison de facteurs de différentes origines, y compris les réactions du marché au Communiqué publié par le G7 début février 2004 sur les évolutions des taux de change. Le 27 février 2004, date d'arrêt des données de ce *Rapport annuel*, le taux de change effectif nominal de l'euro s'était apprécié de 3,8 % par rapport à sa moyenne de 2003.

Graphique 23 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro ¹⁾

(données mensuelles/trimestrielles ; indice : T1 1999 = 100)



Source : BCE

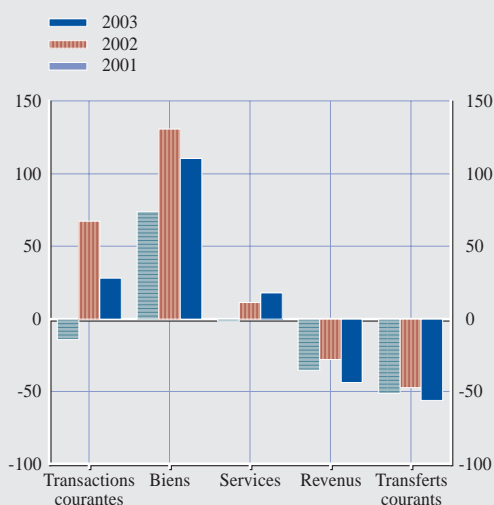
1) Une hausse de l'indice correspond à une appréciation de l'euro. Dans le cas du taux de change effectif réel déflaté des CUMIM, les dernières données, fondées en partie sur des estimations, se rapportent au troisième trimestre 2003.

Les taux de change effectifs réels de l'euro, qui tiennent compte des évolutions des écarts d'inflation et de coûts salariaux unitaires entre la zone euro et ses principaux partenaires, ont suivi assez étroitement la tendance de l'indice nominal et se sont établis, au quatrième trimestre 2003, à des niveaux légèrement supérieurs à ceux enregistrés au premier trimestre 1999 (cf. graphique 23).

En 2003, l'appréciation de l'euro a été particulièrement vigoureuse par rapport au dollar américain, qui a été confronté à des pressions à la baisse généralisées. Au cours des premiers mois de l'année, l'incertitude suscitée par la montée des tensions géopolitiques et leurs effets éventuels sur les perspectives économiques mondiales semble avoir pesé sur la monnaie américaine. Par ailleurs, plusieurs publications de statistiques économiques inférieures aux attentes concernant les États-Unis, le creusement du déficit courant et la détérioration de la situation budgétaire de ce pays ont été considérés par les opérateurs de marché comme des éléments négatifs supplémentaires au détriment du dollar.

Graphique 24 Solde du compte de transactions courantes et de ses composantes

(montants en milliards d'euros ; données cvs cumulées sur douze mois)



Source : BCE

américain au premier semestre 2003. En été, ce dernier s'est stabilisé, à la faveur d'un renforcement des anticipations relatives à l'amélioration des perspectives de croissance de l'économie américaine. Vers la fin de l'année, toutefois, les inquiétudes des marchés concernant le financement du déficit courant outre-Atlantique semblent avoir éclipsé ces facteurs positifs, ce qui a exercé de nouvelles pressions à la baisse sur la monnaie américaine. Le 30 décembre 2003, l'euro s'est établi à USD 1,25, ce qui représente une progression d'environ 19,5 % par rapport au début de l'année et de plus de 32 % par rapport à son niveau moyen de 2002. Le 27 février 2004, l'euro cotait USD 1,24, soit 9,8 % au-dessus de son niveau moyen de 2003.

Face au yen japonais, l'euro a présenté une évolution similaire à celle enregistrée vis-à-vis du dollar américain jusqu'en septembre 2003. Les évolutions du yen japonais semblent avoir été liées essentiellement aux signaux attestant d'une amélioration de l'activité économique ainsi qu'aux interventions des autorités japonaises sur le marché des changes en vue de

stabiliser le yen japonais face au dollar américain. Après la réunion du G7 de Dubaï, dont le communiqué final indiquait qu'une plus grande flexibilité des taux de change était souhaitable afin de promouvoir l'ajustement en douceur et généralisé du système financier international sur la base des mécanismes de marché, le yen a été temporairement soumis à une forte appréciation globale. Fin 2003, l'euro cotait JPY 133,7, soit un niveau supérieur de 7,5 % à celui du début de l'année et de plus de 13 % au niveau moyen observé en 2002. Le 27 février 2004, l'euro cotait JPY 135,6, soit 3,6% au-dessus de sa moyenne de 2003.

S'agissant des autres monnaies européennes, l'euro s'est apprécié par rapport à la livre sterling, au franc suisse et, de façon plus substantielle, à la couronne norvégienne, alors qu'il est resté globalement inchangé vis-à-vis de la couronne suédoise et de la couronne danoise. Cette dernière a continué de fluctuer dans une fourchette très étroite, proche de son cours pivot dans le mécanisme de change II (MCE II).

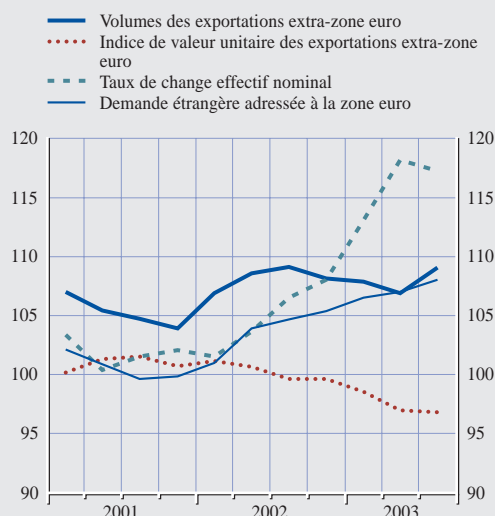
L'EXCÉDENT DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES A FLÉCHI EN 2003

En 2003, l'excédent du compte de transactions courantes de la zone euro est tombé à 28,1 milliards d'euros (0,4 % du PIB), contre 67,1 milliards en 2002 (0,9 % du PIB). Ce recul résulte essentiellement d'un repli de 20,6 milliards d'euros de l'excédent des échanges de biens et d'une progression du déficit des revenus de 16,0 milliards, tandis que le déficit des transferts courants augmentait également. Ces évolutions n'ont été que partiellement compensées par une légère hausse de l'excédent des services (cf. graphique 24). Comme les importations de biens de la zone euro sont restées globalement stables en 2003 par rapport à l'année précédente, la réduction de l'excédent est la conséquence d'une baisse de 2,2 %, en valeur, des exportations de biens sur la période⁷.

7 Dans ce commentaire, les exportations et les importations se rapportent toujours aux échanges extra-zone euro.

Graphique 25 Exportations extra-zone euro, demande étrangère et taux de change effectif nominal

(indice : 2000 = 100)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat

Note : Les dernières données se rapportent au troisième trimestre 2003.

La progression du déficit au titre des revenus est essentiellement attribuable à une réduction des recettes. L'appréciation de l'euro en 2003 explique en grande partie cette évolution, étant donné que la valeur des revenus en devises tirés des avoirs à l'étranger est plus faible lorsqu'elle est exprimée en euros.

Il est possible de mieux appréhender les évolutions des exportations grâce à un partage volume/prix des exportations de biens de la zone euro, sur la base des *Statistiques du commerce extérieur* d'Eurostat jusqu'au troisième trimestre 2003. Cette décomposition suggère que, par comparaison avec les niveaux moyens de 2002, la baisse des exportations en valeur au cours des trois premiers trimestres 2003 est imputable à une diminution des prix des exportations⁸. Les exportateurs de la zone euro ont abaissé leurs prix en euros afin d'essayer de compenser la perte de compétitivité-prix résultant de l'appréciation de l'euro (cf. graphique 25). Dans le même temps, les exportations en volume ont diminué au cours du premier semestre 2003 avant de se

redresser au troisième trimestre. L'atonie de la demande étrangère et l'incidence de l'appréciation de l'euro ont contribué à la baisse initiale des volumes des exportations de la zone euro, qui se sont ensuite redressés essentiellement grâce à la forte reprise de cette même demande étrangère au troisième trimestre 2003. Dans l'ensemble, au cours des trois premiers trimestres 2003, les volumes des exportations ont été légèrement supérieurs à leur moyenne de 2002, même s'ils ont augmenté moins fortement que la demande étrangère, ce qui pourrait indiquer des pertes de parts de marché des exportateurs de la zone euro.

DES SORTIES NETTES AU TITRE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE ONT ÉTÉ ENREGISTRÉES EN 2003

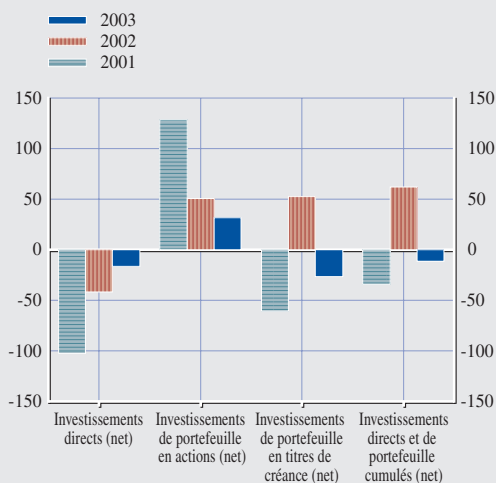
Au niveau du compte financier, les investissements directs et de portefeuille ont enregistré des sorties nettes (à hauteur de 9,3 milliards d'euros) en 2003, au lieu d'entrées nettes (à hauteur de 61,9 milliards) en 2002 (cf. graphique 26). Cette évolution résulte dans une large mesure de la diminution des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille (de 91,6 milliards d'euros), qui n'a été que partiellement compensée par la diminution, sur la période, des sorties nettes au titre des investissements directs (de 20,3 milliards).

Les évolutions des investissements de portefeuille ont été, pour leur part, essentiellement dominées par les opérations sur titres de créance. Plus précisément, après avoir enregistré des entrées nettes de 52,8 milliards d'euros en 2002, les investissements nets en titres de créance sont devenus négatifs en 2003, affichant des sorties nettes à hauteur de 27,4 milliards (cf. graphique 26). Cette

⁸ La décomposition des flux commerciaux en volume et en prix est fondée sur les statistiques du commerce extérieur, les prix étant estimés à partir des indices de valeur unitaire. En raison de différences de définition, de couverture et de période d'enregistrement, les données relatives au commerce (compilées par Eurostat) ne sont pas totalement comparables avec la rubrique « biens » figurant dans les statistiques de la balance des paiements compilées par la BCE.

Graphique 26 Compte financier

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

variation résulte essentiellement du retournement important du solde sur instruments du marché monétaire, devenu négatif, les investisseurs étrangers ayant, semble-t-il, entrepris d'effectuer des arbitrages de portefeuille en faveur d'actifs plus risqués, en particulier au cours du second semestre 2003. L'amélioration des perspectives économiques mondiales, sur cette période, dont témoignent également les bonnes performances des marchés boursiers au cours de cette période, a probablement constitué le principal moteur de cette évolution. Parallèlement, les entrées nettes au titre des obligations ont également reculé quelque peu en 2003 par rapport à l'année précédente. Toutefois, une grande partie de ce fléchissement est la conséquence de cessions par les non-résidents d'obligations de la zone euro effectuées en juillet et août 2003 dans un contexte d'anticipations de moins-values consécutives à la hausse des rendements à long terme.

Les investissements directs et de portefeuille de la zone euro en titres de participation ont tendu, globalement, à s'équilibrer en 2003, les incertitudes économiques et géopolitiques liées

à la guerre en Irak et à l'épidémie de SRAS ayant affecté négativement les décisions en matière d'investissements au cours du premier semestre (cf. graphique 26). Tandis que les incertitudes se dissipaient et que les prix des actions rebondissaient, l'activité transfrontière au titre des portefeuilles en actions s'est d'abord stabilisée, avant de commencer à progresser. Parallèlement, au second semestre 2003, les investissements directs de la zone euro à l'étranger ont aussi entamé une reprise progressive, compte tenu d'une amélioration des perspectives internationales et intérieures, tandis que les investissements directs étrangers dans la zone euro restaient faibles.

3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES PAYS DE L'UE HORS ZONE EURO

L'Eurosystème et les BCN des pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro coopèrent étroitement au sein du Conseil général de la BCE. Un examen régulier des conditions macroéconomiques ainsi que des politiques monétaire et de change fait partie intégrante de la coordination qui s'exerce entre l'Eurosystème et les trois BCN ne participant pas actuellement à la politique monétaire unique. Bien que ces BCN conduisent leur politique monétaire dans des cadres institutionnels et opérationnels différents, elles mènent toutes une politique monétaire dont l'objectif ultime est le maintien de la stabilité des prix.

particulièrement les investissements, sont restés médiocres. Toutefois, la demande intérieure s'est redressée pendant le reste de l'année, en liaison avec le raffermissement de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. La reprise de la consommation privée a été soutenue par le bas niveau des taux d'intérêt, l'introduction de prêts au logement à remboursement différé, la hausse du revenu réel disponible et les plus-values immobilières. La croissance des exportations a fléchi par rapport à l'année précédente, sous l'effet de l'atonie de la demande étrangère. En conséquence, les importations ont progressé à un rythme légèrement plus soutenu que les exportations en 2003, tandis que le taux de chômage passait à 5,6 %.

LE DANEMARK

L'économie danoise a ralenti en 2003 : le PIB en volume a stagné alors qu'il avait crû de 1,0 % en 2002 (cf. tableau 9). Durant le premier semestre 2003, la demande intérieure, et plus

L'inflation annuelle est retombée à 2,0 % en 2003 (cf. graphique 27). Cette évolution est principalement liée à des réductions de la fiscalité indirecte (diminution des droits d'accises sur l'alcool, le tabac et les boissons

Tableau 9 Indicateurs macroéconomiques pour le Danemark

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 T1	2003 T2	2003 T3	2003 T4
PIB en volume	2,6	2,8	1,6	1,0	0,0	1,4	-1,2	-0,4	0,3
Contribution à la croissance du PIB en volume ¹⁾ :									
Demande intérieure en volume y compris la variation des stocks	0,1	2,4	1,0	1,8	0,1	1,3	-1,5	-0,7	1,4
Exportations nettes	2,6	0,5	0,6	-0,8	-0,1	0,1	0,3	0,3	-1,1
IPCH	2,1	2,7	2,3	2,4	2,0	2,8	2,2	1,6	1,3
Rémunération par tête	3,6	3,5	4,7	3,4	3,6	3,2	3,6	3,7	3,9
Coûts salariaux unitaires, ensemble de l'économie	2,4	1,4	3,7	2,0	2,2	0,5	3,0	2,7	2,7
Déflateur des prix à l'importation (biens et services)	-2,4	6,8	0,5	-3,2	-1,9	-2,9	-2,4	-1,2	-1,1
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en pourcentage du PIB) ²⁾	1,8	1,5	3,1	2,6	2,8	2,3	2,8	4,5	1,7
Emploi total	1,2	0,5	0,4	-0,6	-1,4	-1,5	-1,8	-1,4	-0,8
Taux de chômage (en pourcentage de la population active)	4,8	4,4	4,3	4,6	5,6	5,2	5,6	5,8	6,0
Solde budgétaire (en pourcentage du PIB) ^{3), 4)}	3,3	2,6	3,1	1,7	1,5	.	.	.	.
Dette brute consolidée (en pourcentage du PIB) ³⁾	55,8	50,1	47,8	47,2	45,0	.	.	.	.
Taux d'intérêt à trois mois (en pourcentage annuel) ⁵⁾	3,3	4,9	4,6	3,5	2,4	2,8	2,4	2,1	2,2
Rendement des emprunts publics à dix ans (en pourcentage annuel) ⁵⁾	4,9	5,6	5,1	5,1	4,3	4,3	4,1	4,3	4,5
Taux de change par rapport à l'euro ⁵⁾	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,42	7,43	7,44

Sources : Eurostat, Commission européenne, données nationales et calculs de la BCE

1) En points de pourcentage

2) Les données trimestrielles ne sont corrigées ni des variations saisonnières ni des jours ouvrés.

3) Établi conformément à la définition du traité de Maastricht

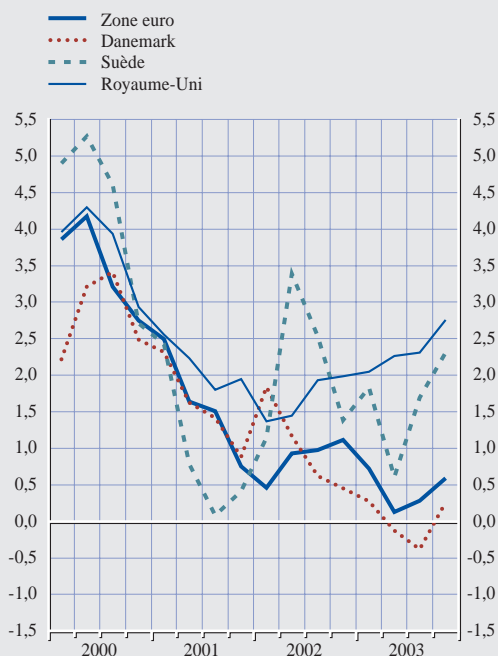
4) Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques

5) Moyenne des valeurs de la période considérée

Graphique 27 Indicateurs économiques et financiers relatifs aux pays de l'UE hors zone euro et à la zone euro

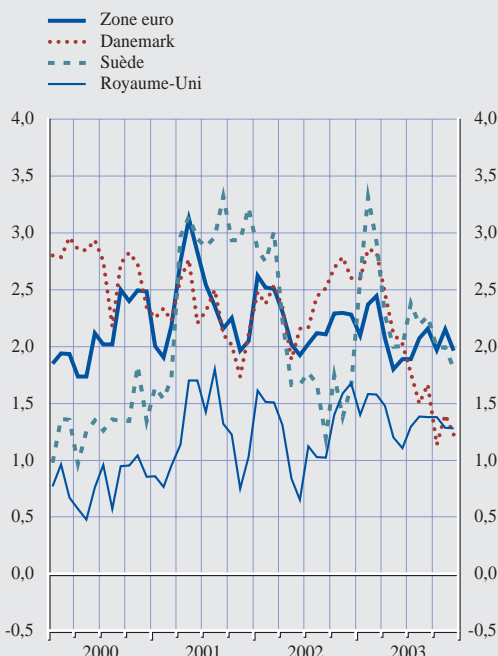
Croissance du PIB en volume

(variations annuelles en pourcentage)



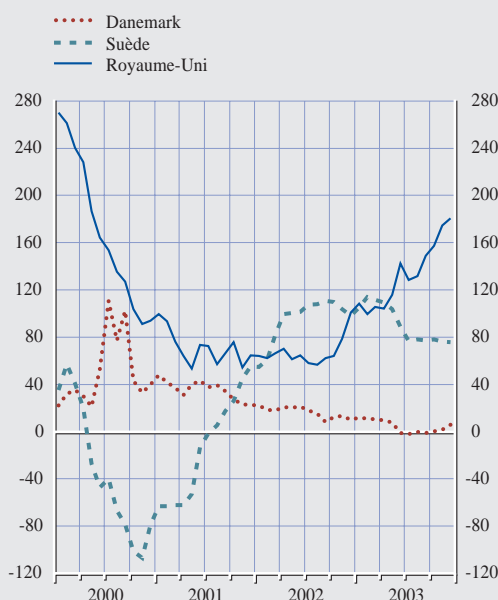
Inflation mesurée par l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage)



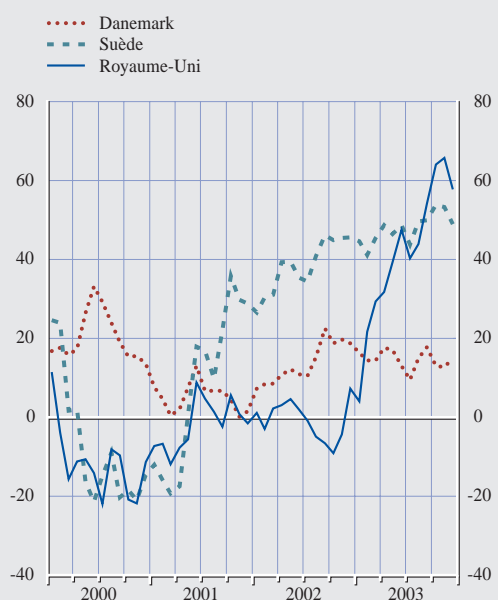
Écart de taux d'intérêt à court terme par rapport à la zone euro ¹⁾

(en points de base)



Écart de taux d'intérêt à long terme par rapport à la zone euro ²⁾

(en points de base)



Sources : BCE et Eurostat

1) Pour les pays de l'UE hors zone euro : taux interbancaires à trois mois ; pour la zone euro : Euribor trois mois

2) Rendements des emprunts publics à long terme : emprunts à dix ans ou dont l'échéance s'en approche le plus

non alcoolisées) et au faible niveau des prix de l'énergie dû à la dépréciation du dollar. Les baisses de prix dans les assurances et les communications ont également contribué au recul de l'inflation. Les coûts salariaux unitaires ont quelque peu augmenté en 2003, dans la mesure où les hausses des salaires observées se sont accompagnées d'une croissance de la productivité légèrement inférieure.

L'excédent budgétaire des administrations publiques s'est inscrit à 1,5 % du PIB en 2003, contre 1,7 % du PIB en 2002. Cette évolution s'explique, en partie, par la contraction des recettes fiscales et la hausse des allocations de chômage, en raison de la dégradation conjoncturelle. La dette publique est revenue de 47,2 % du PIB à 45,0 %. Conformément au Programme de convergence actualisé, les finances publiques du Danemark devraient demeurer saines, et les excédents budgétaires atteindre 1,3 % et 1,8 % du PIB en 2004 et en 2005, respectivement. Par rapport à la précédente actualisation du Programme de convergence, le repli des excédents attendus est principalement lié à l'entrée en vigueur progressive des baisses des taux d'imposition sur le revenu, conformément à la loi fiscale 2003. Le ratio d'endettement brut devrait revenir à 41,2 % du PIB en 2004 et à 38,7 % en 2005.

Le Danemark est actuellement le seul pays participant au MCE II. Il a maintenu sa politique de change fixe vis-à-vis de l'euro, dans le cadre de la marge de fluctuation étroite de 2,25 % de part et d'autre du cours pivot de la couronne danoise par rapport à l'euro (DKK 7,46038). Les évolutions des taux directeurs et des taux à court terme doivent être principalement analysées à la lumière des décisions de la BCE en matière de taux d'intérêt et des variations du cours de change de la couronne danoise par rapport à l'euro. En 2003, la couronne danoise est demeurée très proche de son cours pivot au sein du MCE II, à un niveau légèrement supérieur à ce cours. Les réserves de change ont atteint un point haut en juin 2003, avant de diminuer légèrement vers la

fin de l'année. La vigueur de la couronne s'explique essentiellement par le niveau relativement bas de l'inflation et l'ampleur de l'excédent courant de la balance des paiements.

En 2003, trois baisses du taux directeur de la Danmarks Nationalbank ont ramené celui-ci à 2,15 % en fin d'année. En cours d'année, l'écart par rapport au taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été réduit à 15 points de base, tandis que l'écart entre les taux à court terme du Danemark et de la zone euro s'est resserré à quelque 5 points de base (cf. graphique 27). Les taux obligataires à long terme ont progressé, fluctuant autour d'une moyenne de 4,3 %.

LA SUÈDE

La croissance du PIB suédois en volume s'est quelque peu ralentie en 2003, s'inscrivant à 1,6 %, contre 2,1 % en 2002 (cf. tableau 10 et graphique 27). En raison de la dissipation des effets des allègements fiscaux antérieurs et de la grande incertitude liée à la situation internationale, la progression de la consommation privée et de l'investissement est restée faible au cours du premier semestre 2003. De plus, une grève du secteur public a eu une incidence négative sur la croissance du PIB en volume au deuxième trimestre de l'année. La consommation privée s'est de nouveau raffermie au second semestre 2003, en liaison avec le renforcement de la confiance des consommateurs, tandis que l'investissement et la production industrielle sont restés faibles. Les exportations ont été soutenues durant l'année et les exportations nettes ont contribué à la croissance du PIB en volume, un peu moins cependant que durant l'année précédente. L'emploi a reculé légèrement en 2003, tandis que le nombre total d'heures ouvrées a diminué plus nettement, comme en 2002. Cette évolution s'est traduite par des hausses assez fortes de la productivité du travail (en particulier mesurée sur la base des heures ouvrées) et par une faible progression des coûts salariaux unitaires en

Tableau 10 Indicateurs macroéconomiques pour la Suède

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 T1	2003 T2	2003 T3	2003 T4
PIB en volume	4,6	4,3	0,9	2,1	1,6	1,8	0,6	1,7	2,3
Contribution à la croissance du PIB en volume ¹⁾ :									
Demande intérieure en volume y compris la variation des stocks	3,0	3,3	-0,2	0,7	0,7	2,1	0,3	-0,1	0,6
Exportations nettes	1,5	1,1	1,1	1,4	0,9	-0,3	0,3	1,8	1,7
IPCH	0,6	1,3	2,7	2,0	2,3	2,9	2,1	2,3	1,9
Rémunération par tête	1,3	7,4	4,5	2,2	.	1,8	1,7	2,8	.
Coûts salariaux unitaires, ensemble de l'économie	-1,0	5,4	5,6	0,2	.	-0,4	1,3	0,9	.
Déflateur des prix à l'importation (biens et services)	1,1	4,9	4,1	0,0	-2,0	0,0	-2,5	-3,2	-2,5
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en pourcentage du PIB) ²⁾	2,6	3,8	3,8	4,3	5,4	5,4	4,6	6,2	5,5
Emploi total	2,2	2,2	2,0	0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,6
Taux de chômage (en pourcentage de la population active)	6,7	5,6	4,9	4,9	5,6	5,3	5,5	5,6	6,0
Solde budgétaire (en pourcentage du PIB) ^{3), 4)}	2,5	5,1	2,8	0,0	0,7	.	.	.	.
Dette brute consolidée (en pourcentage du PIB) ³⁾	62,7	52,8	54,4	52,6	51,8	.	.	.	.
Taux d'intérêt à trois mois (en pourcentage annuel) ⁵⁾	3,3	4,1	4,1	4,3	3,2	3,8	3,4	2,9	2,9
Rendement des emprunts publics à dix ans (en pourcentage annuel) ⁵⁾	5,0	5,4	5,1	5,3	4,6	4,6	4,4	4,6	4,9
Taux de change par rapport à l'euro ⁵⁾	8,81	8,45	9,25	9,16	9,12	9,18	9,14	9,17	9,01

Sources : Eurostat, Commission européenne, données nationales et calculs de la BCE

1) En points de pourcentage

2) Les données trimestrielles ne sont corrigées ni des variations saisonnières ni des jours ouvrés.

3) Établi conformément à la définition du traité de Maastricht

4) Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques

5) Moyenne des valeurs de la période considérée

raison d'une croissance modérée des salaires. Le taux de chômage s'est accru au cours du second semestre de l'année, pour s'inscrire à environ 6 % de la population active.

L'inflation, mesurée par l'IPCH, l'IPC et l'UNDIX⁹, a dépassé 3 % début 2003 (cf. graphique 27), reflétant des hausses des prix des produits énergétiques dues à la réduction des approvisionnements en eau pour la production d'énergie hydroélectrique et au renchérissement du pétrole. Compte tenu du caractère temporaire de ces hausses de prix, l'inflation a reculé rapidement pour revenir à 2 % environ à la mi-2003. Alors que l'IPC a continué de se ralentir par la suite, l'IPCH et l'UNDIX sont demeurés proches de 2 %. Cette situation s'explique principalement par la baisse des paiements d'intérêts inclus dans l'IPC mais pas dans l'IPCH ou l'UNDIX. En moyenne, la hausse annuelle de l'IPCH a été de 2,3 % en 2003, contre 2,0 % en 2002, tandis que l'IPC a progressé de 2,1 %, contre 2,4 % en 2002.

L'excédent budgétaire des administrations publiques suédoises a progressé, passant de zéro en 2002, à 0,7 % du PIB en 2003. Le ratio dette publique/PIB a diminué légèrement, passant de 52,6 % en 2002 à 51,8 % en 2003. Selon la mise à jour du Programme de convergence, les finances publiques suédoises devraient rester saines, les prévisions d'excédents budgétaires des administrations publiques s'élevant à 0,4 % et 1,2 % du PIB en 2004 et 2005, respectivement. Ces évolutions indiquent une certaine déviation par rapport à la règle budgétaire suédoise visant au maintien d'un excédent de 2 % environ au cours du cycle. Le ratio d'endettement brut devrait revenir à 51,5 % en 2004 et à 50,0 % en 2005.

9 L'UNDIX est défini comme l'IPC hors paiements d'intérêts et effets directs des modifications de la fiscalité indirecte et des subventions. En Suède, l'IPC global sert de variable cible pour la politique monétaire. Toutefois, en raison de l'incidence exercée sur les prévisions de ces dernières années par des facteurs temporaires, les décisions de politique monétaire ont été, en pratique, fondées sur une estimation de l'UNDIX ou, comme cela a été le cas en 2003, sur l'UNDIX hors énergie.

La Sveriges Riksbank exerce son activité dans le cadre d'un régime de change flexible. Elle mène une politique monétaire fondée sur un objectif d'inflation explicite de hausse annuelle de 2 % de l'IPC, avec une marge de tolérance de ± 1 point de pourcentage. En 2003, la Sveriges Riksbank a réduit le taux des pensions de 100 points de base au total pour le ramener à 2,75 %. Cette réduction a eu lieu en raison du risque que l'inflation soit inférieure à la cible de 2 %, compte tenu des perspectives d'affaiblissement de la demande extérieure et de diminution de l'utilisation des ressources nationales. Le 5 février 2004, la Sveriges Riksbank a encore réduit le taux des pensions de 25 points de base, les anticipations de tensions sur les coûts d'origine interne et externe ayant diminué. L'écart entre les taux d'intérêt à court terme de la Suède et de la zone euro est demeuré globalement stable durant le premier semestre 2003, à 100 points de base environ, mais il est revenu à quelque 70 points de base au second semestre de l'année (cf. graphique 27). Les taux d'intérêt à long terme ont évolué en phase avec les marchés obligataires mondiaux, et leur écart par rapport aux taux de la zone euro a légèrement augmenté pour s'établir à 50 points de base environ fin 2003. La couronne suédoise a fluctué autour de SEK 9,2 contre euro jusqu'en septembre 2003, avant de se raffermir quelque peu autour de SEK 9 contre euro. Ces évolutions résultent peut-être d'une atténuation des incertitudes à la suite de l'issue négative du référendum du 14 septembre sur l'adoption de l'euro, et du fait que les perspectives de croissance sont restées relativement favorables.

LE ROYAUME-UNI

La croissance moyenne du PIB en volume au Royaume-Uni s'est accélérée en 2003, passant de 1,7 % en 2002 à 2,3 % (cf. tableau 11). Début 2003, l'économie a souffert de l'incertitude liée au conflit au Moyen-Orient, de la hausse des cours du pétrole et de la volatilité sur les marchés financiers, d'où une détérioration de la confiance. Plus tard, ces

incertitudes se sont estompées et les marchés financiers ont commencé à se redresser, soutenant une reprise de l'activité économique. À l'instar des années précédentes, la croissance a été tirée principalement par la demande intérieure, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution négative à la croissance du PIB en volume.

La consommation des ménages en volume s'est accrue moins rapidement et est ressortie à 2,9 % en 2003 à la suite d'une décélération de la croissance du revenu réel disponible, d'une modération des augmentations de prix de l'immobilier et de progressions moins fortes du patrimoine des ménages. En même temps, le crédit a fortement progressé et le marché du logement a mieux résisté que prévu généralement. La progression des dépenses publiques s'est accélérée, passant de 3,3 % en 2002 à 3,6 %. La formation brute de capital fixe a augmenté de 2,6 %, soit un peu plus qu'en 2002. L'investissement productif a été freiné par les restructurations financières dans le secteur des entreprises et par le fait que peu de signes de tensions sur les capacités de production se sont manifestés. Malgré l'amélioration de la compétitivité-prix, la baisse des exportations observée en 2002 s'est poursuivie en 2003, les exportations diminuant de 0,5 %. Cette baisse est liée à la faiblesse de la demande étrangère. En dépit d'un ralentissement du rythme de progression des importations en 2003, les exportations nettes ont fourni une contribution négative à la croissance du PIB en volume pour la huitième année consécutive. Le marché du travail s'est montré plutôt ferme, le chômage restant globalement stable à 5,0 %. L'emploi total a progressé à un rythme similaire à celui enregistré en 2002, soutenu par une forte augmentation du nombre d'emplois dans le secteur public.

Les tensions inflationnistes sont restées modérées en 2003. L'IPCH, qui a atteint une moyenne de 1,4 % en 2003, est resté globalement stable par rapport à l'année précédente. L'inflation mesurée par le RPIX¹⁰,

10 Le RPIX est défini comme étant l'indice des prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires.

Tableau 11 Indicateurs macroéconomiques pour le Royaume-Uni

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 T1	2003 T2	2003 T3	2003 T4
PIB en volume	2,8	3,8	2,1	1,7	2,3	2,0	2,3	2,3	2,8
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume¹⁾ :</i>									
Demande intérieure en volume y compris la variation des stocks	4,2	4,1	3,0	3,4	2,8	2,8	2,8	3,1	2,6
Exportations nettes	-1,4	-0,3	-0,9	-1,7	-0,5	-0,8	-0,5	-0,8	0,2
IPCH	1,3	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3	1,4	1,3
Rémunération par tête	4,6	5,8	5,0	3,3	.	3,3	4,3	4,7	.
Coûts salariaux unitaires, ensemble de l'économie	3,1	3,1	3,6	2,4	.	2,4	2,9	3,4	.
Déflateur des prix à l'importation (biens et services)	-1,2	3,1	0,1	-2,1	.	-1,2	-0,1	1,3	.
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en pourcentage du PIB) ²⁾	-2,6	-2,4	-2,2	-1,6	.	-0,2	-3,5	-2,6	.
Emploi total	1,3	1,1	0,8	0,7	.	1,1	0,9	1,1	.
Taux de chômage (en pourcentage de la population active)	5,9	5,4	5,0	5,1	.	5,0	5,0	4,9	.
Solde budgétaire (en pourcentage du PIB) ^{3), 4)}	1,1	3,8	0,7	-1,6	-3,2	.	.	.	.
Dette brute consolidée (en pourcentage du PIB) ³⁾	45,0	42,1	38,9	38,5	39,8	.	.	.	.
Taux d'intérêt à trois mois (en pourcentage annuel) ⁵⁾	5,4	6,1	5,0	4,0	3,7	3,7	3,6	3,5	3,9
Rendement des emprunts publics à dix ans (en pourcentage annuel) ⁶⁾	5,0	5,3	5,0	4,9	4,6	4,3	4,4	4,6	5,0
Taux de change par rapport à l'euro ⁷⁾	0,66	0,61	0,62	0,63	0,69	0,67	0,70	0,70	0,70

Sources : Eurostat, Commission européenne, données nationales et calculs de la BCE

1) En points de pourcentage

2) Les données trimestrielles ne sont corrigées ni des variations saisonnières ni des jours ouvrés.

3) Estimation pour l'année civile établie conformément à la définition du traité de Maastricht

4) Estimation pour l'année civile ; capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques

5) Moyenne des valeurs de la période considérée ; dépôts interbancaires à trois mois en sterling

6) Moyenne des valeurs de la période considérée. Source : BRI

7) Moyenne des valeurs de la période considérée

qui s'est établie à 2,8 % en moyenne en 2003, a été considérablement plus élevée que l'IPCH, reflétant en partie l'inclusion dans le RPIX de la composante liée au coût des logements, en forte augmentation. Les tensions sur les coûts, tant intérieurs qu'extérieurs, sont restées faibles en 2003. La croissance annuelle des coûts salariaux unitaires, dans l'ensemble de l'économie, a été légèrement plus élevée que l'année précédente, mais est restée modérée. Les prix à l'importation n'ont que modérément augmenté, malgré la dépréciation de la livre sterling au cours de la première moitié de l'année.

Après un déficit de 1,6 % du PIB enregistré en 2002, le solde budgétaire des administrations publiques s'est encore détérioré, le déficit atteignant 3,2 % du PIB en 2003. Ce recul peut être attribué principalement à l'orientation expansionniste de la politique budgétaire, reflétant des dépenses publiques primaires

élevées et des baisses de recettes liées à des modifications dans la composition du PIB. Par conséquent, le ratio de la dette au PIB a augmenté, passant de 38,5 % en 2002 à 39,8 % en 2003. Le Programme de convergence actualisé vise des déficits budgétaires de 3,3 % et 2,6 % du PIB en 2003-2004 et 2004-2005, respectivement. Le ratio d'endettement brut devrait augmenter pour passer de 39,3 % du PIB en 2003-2004 à 40,2 % en 2004-2005.

La Bank of England mène sa politique monétaire dans le cadre d'un régime de change flexible, comprenant un objectif d'inflation explicite et symétrique. En juin 2003, le gouvernement a annoncé sa décision de reporter l'organisation d'un référendum sur l'adoption de l'euro, sur la base de l'évaluation des cinq tests économiques établis par le Trésor, dont la conclusion était qu'il n'existait toujours pas suffisamment de convergence ni de souplesse pour faire face aux problèmes

potentiels d'une participation à l'UEM. Afin de faire en sorte que les anticipations d'inflation restent en phase avec celles de la zone euro, le gouvernement du Royaume-Uni a annoncé un nouvel objectif d'inflation en décembre 2003, en redéfinissant l'objectif en termes d'IPCH (défini comme l'IPC au Royaume-Uni) et non plus en fonction de l'indice national RPIX, utilisé précédemment. Le nouvel objectif d'inflation est défini comme étant une hausse de 2 % sur douze mois de l'IPCH.

En 2003, la Bank of England a modifié le taux des pensions à trois reprises. Le 6 février et le 10 juillet, elle a réduit ce taux de 25 points de base pour le ramener à 3,5 %, et le 6 novembre, elle l'a relevé du même pourcentage pour le porter à 3,75 %. Le 5 février 2004, le taux des pensions a été relevé de 25 points de base à 4 %. Les décisions d'augmenter le taux des pensions ont été prises dans le contexte d'un raffermissement des perspectives économiques, d'une forte croissance du crédit et de la bonne tenue du marché immobilier. La Bank of England s'attendait à ce que ces évolutions exercent progressivement des tensions à la hausse sur l'inflation future. Les différentiels de taux d'intérêt à court et à long termes vis-à-vis de la zone euro se sont accrus au cours de 2003, reflétant l'amélioration relativement rapide des perspectives économiques et des anticipations d'inflation en hausse (cf. graphique 27). Après une dépréciation durant le premier semestre 2003, le taux de change de la livre sterling contre euro a fluctué autour de GBP 0,70 jusqu'à la fin de l'année.

Artiste

José María Sicilia

Titre

La luz que se apaga, 1997

Support

Cire, huile et papier
sur bois

Format

185 × 157 cm



CHAPITRE 2

LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE

I LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT

I.1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

L'une des tâches fondamentales de l'Eurosystème consiste à mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro. L'Eurosystème dispose pour ce faire d'un cadre opérationnel d'instruments et de procédures de politique monétaire¹.

Sur la base d'une évaluation des conditions de la liquidité prévalant sur le marché et des besoins de refinancement du secteur bancaire, la BCE gère les conditions de la liquidité dans la zone euro au travers de ses opérations principales de refinancement et de ses opérations de refinancement à plus long terme et, le cas échéant, par ses opérations de réglage fin. Les contreparties peuvent recourir aux facilités permanentes (c'est-à-dire la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt) pour obtenir de la liquidité à 24 heures ou pour constituer des dépôts à vue auprès des BCN. L'Eurosystème impose aux établissements de crédit la constitution de réserves obligatoires sur des comptes ouverts auprès des BCN. Toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème doivent être couvertes par des garanties appropriées livrées par les contreparties. En raison de l'importance que revêt le marché monétaire pour la mise en œuvre de la politique monétaire, l'Eurosystème suit de très près les évolutions de ce marché².

En 2003, le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème a continué de bien fonctionner, assurant la stabilité des conditions du marché monétaire, notamment grâce à la faible volatilité des taux d'intérêt à court terme du marché et des signaux clairs en ce qui concerne l'orientation de la politique monétaire.

L'ÉVALUATION DES CONDITIONS DE LA LIQUIDITÉ

La gestion de la liquidité par la BCE repose sur une évaluation quotidienne des conditions de la liquidité dans le système bancaire de la zone euro, de manière à déterminer les besoins de refinancement du système et donc le volume des liquidités qui seront allouées lors des opérations principales de refinancement

hebdomadaires, et éventuellement par la conduite d'autres opérations d'*open market* telles que les opérations de réglage fin et les opérations structurelles. Les besoins de refinancement du système bancaire se définissent comme la somme des réserves obligatoires imposées aux banques, des réserves libres que les établissements de crédit détiennent sur les comptes courants ouverts auprès de leurs BCN (réserves excédentaires) et des facteurs autonomes. Ces derniers consistent en une série de postes du bilan de l'Eurosystème qui exercent une incidence sur les besoins de refinancement des banques mais qui ne dépendent pas directement de la gestion de la liquidité par la BCE (par exemple, les billets en circulation, les dépôts des administrations publiques et les réserves nettes de change).

En 2003, les besoins de refinancement journaliers du système bancaire de la zone euro se sont élevés à 241,5 milliards d'euros en moyenne, ce qui représente une hausse de 24 % par rapport à 2002. Les réserves obligatoires se sont en moyenne établies à 130,9 milliards d'euros, soit un niveau globalement inchangé par rapport à 2002. Les réserves excédentaires ont atteint 0,7 milliard d'euros, somme similaire à celle observée en 2002. Les facteurs autonomes, par contre, se sont inscrits en forte hausse : leur incidence a entraîné une ponction de 109,9 milliards d'euros, soit près du double du montant enregistré en 2002 (cf. la partie supérieure du graphique 28). Il s'agit là de la conséquence de la nette augmentation des billets en circulation, qui est dans une large mesure la conséquence du processus de rattrapage à la suite du repli temporaire observé au moment du passage à l'euro fiduciaire.

Afin d'aider les établissements de crédit à préparer leurs soumissions dans le cadre des

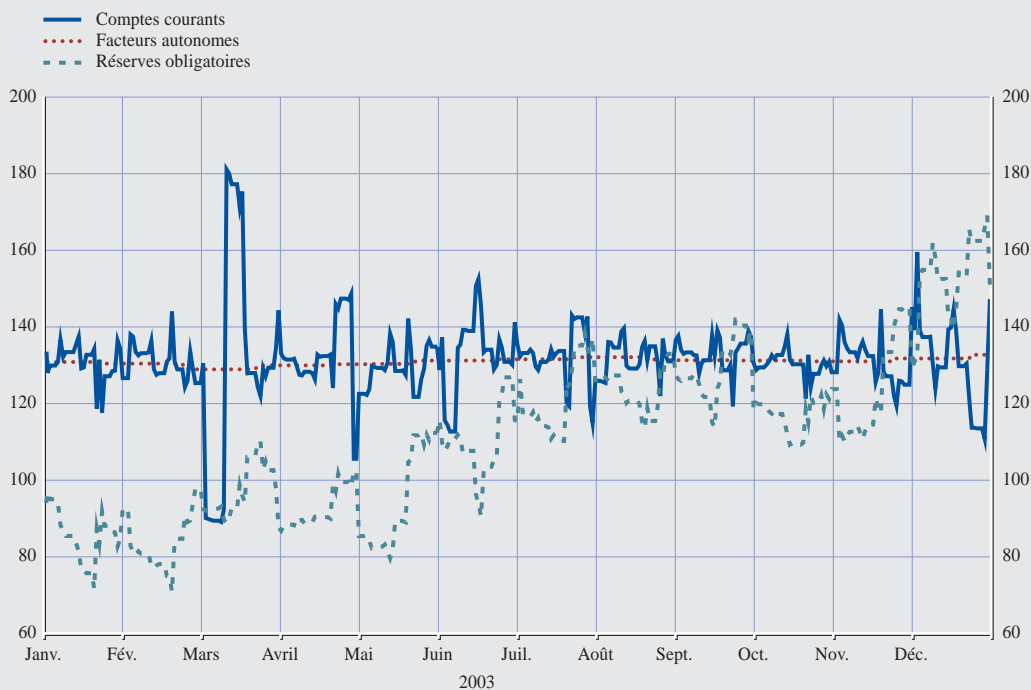
¹ Le document de la BCE intitulé *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème* (février 2004) fournit une description détaillée du cadre opérationnel.

² *Money Market Study 2002*, BCE, novembre 2003 et *Money Market Study 2003*, BCE, janvier 2004

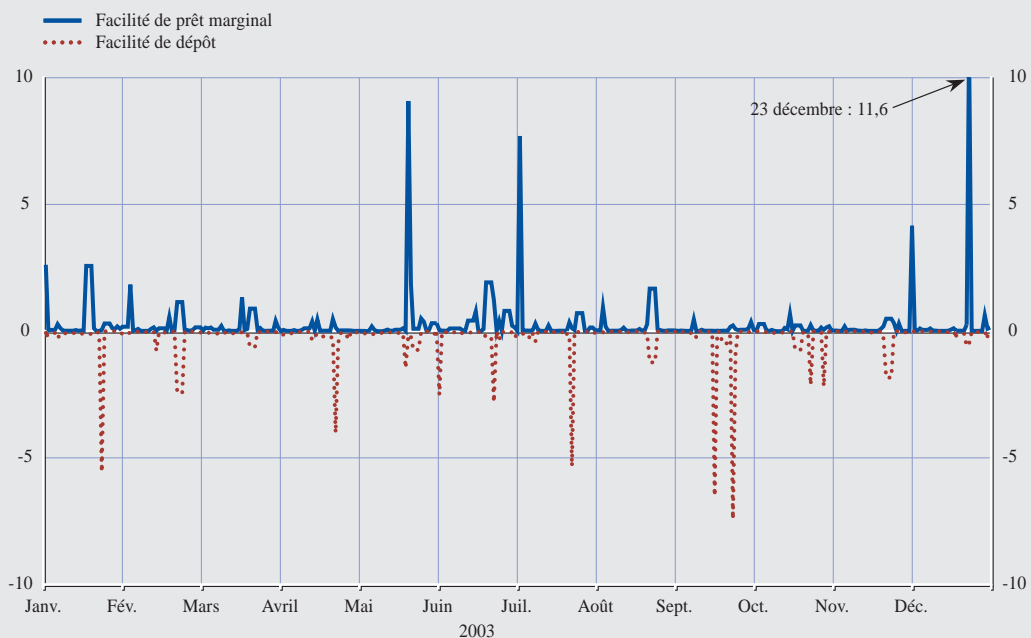
Graphique 28 Facteurs de la liquidité et utilisation des facilités permanentes dans la zone euro en 2003

(montants en milliards d'euros)

Facteurs de la liquidité



Facilités permanentes



Source : BCE

opérations principales de refinancement, la BCE a publié en 2003, comme précédemment, le jour de l'annonce de l'opération principale de refinancement hebdomadaire, une prévision des facteurs autonomes moyens couvrant la période comprise entre le jour de l'annonce et le jour qui précède le règlement de l'opération principale de refinancement suivante. La différence absolue entre la prévision et le résultat effectif s'est, en moyenne, élevée à 1,4 milliard d'euros en 2003, contre 1,8 milliard en 2002 et 1,9 milliard en 2001, prouvant que les prévisions se sont affinées au cours des dernières années³.

LES OPÉRATIONS PRINCIPALES DE REFINANCEMENT

Les opérations principales de refinancement sont les opérations d'*open market* les plus importantes effectuées par l'Eurosystème. Il s'agit d'opérations d'apport de liquidité régulières, d'une fréquence hebdomadaire et d'une durée normale de deux semaines (à compter du 9 mars 2004, leur durée sera d'une semaine ; cf. la section ci-dessous consacrée à l'examen du cadre opérationnel). Elles jouent un rôle clé en assurant le pilotage des taux d'intérêt, en gérant les conditions de la liquidité sur le marché et en signalant l'orientation de la politique monétaire par la fixation du taux de soumission minimal. Elles fournissent également l'essentiel du refinancement du système bancaire.

En 2003, les volumes alloués lors des opérations principales de refinancement ont varié de 38,0 à 150,0 milliards d'euros, le volume moyen s'établissant à 95,9 milliards. L'encours de la liquidité fournie par les opérations principales de refinancement s'est en moyenne élevé à 194,4 milliards d'euros, soit 81 % de la liquidité globale nette fournie par l'Eurosystème au travers d'opérations d'*open market*. Comme en 2002, les opérations principales de refinancement ont été effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission minimal, selon la procédure d'adjudication à taux multiples. En vertu de cette procédure, les soumissions

présentées aux taux d'intérêt les plus élevés sont satisfaites d'abord, jusqu'à épuisement du montant alloué prédéfini. Le taux le plus bas auquel des fonds sont alloués est le taux marginal. Les soumissions effectuées au taux marginal sont servies proportionnellement⁴.

Le taux marginal et le taux moyen pondéré sont généralement supérieurs au taux de soumission minimal. L'écart moyen entre le taux marginal et le taux de soumission minimal est demeuré globalement inchangé, à 4,7 points de base, contre 4,8 en 2002. L'écart moyen entre le taux moyen pondéré et le taux marginal s'est établi à 1,5 point de base, contre 1,4 en 2002. Des écarts d'aussi faible ampleur démontrent le haut degré d'homogénéité et de précision qui règne parmi les établissements de crédit pour prévoir le résultat des adjudications ainsi que les taux des appels d'offres. Le pourcentage des soumissions qui ont été satisfaites lors de chaque opération principale de refinancement a varié entre 36 % et 100 %, s'établissant en moyenne à 74 % au cours de la période sous revue, alors que ces pourcentages avaient, respectivement, varié entre 19 % et 100 % en 2002, avec une moyenne de 60 %.

Le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème n'a subi que quelques périodes de faibles tensions. Celles-ci ont principalement concerné les trois cas d'insuffisance des soumissions, pour lesquels l'encours total des soumissions présentées par les établissements de crédit a été inférieur au montant qui leur était nécessaire pour permettre une réalisation harmonieuse des obligations en matière de réserves. Les 3 mars et 3 juin 2003,

3 Parmi les facteurs autonomes, les dépôts des administrations publiques auprès des BCN ont été le facteur le plus volatil en 2003. La volatilité de ces dépôts, mesurée par l'écart-type des variations quotidiennes, a atteint 4,2 milliards d'euros, contre 3,9 milliards en 2002. La volatilité des billets en circulation s'est élevée à 1,3 milliard d'euros en 2003, contre 6,7 milliards en 2002.

4 Le système « proportionnel » fonctionne de la manière suivante : pour calculer le pourcentage des soumissions qui seront satisfaites, l'encours total alloué au taux marginal est divisé par l'encours total des soumissions présentées au taux marginal. Le montant soumissionné au taux marginal par chaque soumissionnaire est multiplié par ce pourcentage pour obtenir le montant qui lui est alloué.

l'insuffisance des soumissions est survenue immédiatement avant les réunions du Conseil des gouverneurs à la suite desquelles les soumissionnaires attendaient une baisse des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Ces cas d'insuffisance des soumissions ont entraîné un resserrement des conditions de la liquidité qui a suscité une hausse provisoire des taux d'intérêt à court terme du marché. Par contre, le cas d'insuffisance des soumissions du 25 novembre n'est pas survenu dans un contexte d'anticipations d'une baisse des taux d'intérêt. L'insuffisance des soumissions a été une surprise pour les soumissionnaires eux-mêmes, comme l'atteste le fait que la moyenne pondérée s'est établie à 2,02 %, c'est-à-dire 2 points de base au-delà du taux marginal (qui était égal au taux de soumission minimal). Si l'insuffisance des soumissions avait été largement attendue par le marché, les soumissions se seraient concentrées au niveau du taux de soumission minimal, ce qui se serait traduit par un taux moyen pondéré de 2,00 %.

Enfin, au cours de l'été, un écart relativement important entre l'Eonia (*euro overnight index average* – taux moyen au jour le jour de l'euro) et le taux de soumission minimal a été observé. En réaction, la BCE a décidé de fournir pendant quelque temps un peu plus de liquidités que nécessaire au système bancaire, ce qui a contribué à ramener l'écart à des niveaux plus normaux à l'automne.

LES OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME

Les opérations de refinancement à plus long terme sont des opérations d'apport de liquidités d'une fréquence mensuelle et d'une durée normale de trois mois. Elles procurent aux contreparties un refinancement à plus long terme supplémentaire. Contrairement aux opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme ne sont pas destinées à piloter les conditions de la liquidité ou à donner des signaux sur l'orientation de la politique monétaire. Dans la mesure où les opérations de refinancement à plus long terme sont effectuées sous la forme

d'opérations classiques d'appels d'offres à taux variable assorties de montants préannoncés, l'Eurosystème retient les taux de soumission proposés. L'Eurosystème a procédé à douze opérations de refinancement à plus long terme en 2003, chacune pour un montant préannoncé de 15 milliards d'euros. En janvier 2004, le volume a été porté à 25 milliards d'euros. En moyenne, en 2003, les opérations de refinancement à plus long terme ont représenté 19 % des liquidités nettes totales allouées par le biais des opérations d'*open market*. À l'instar des années précédentes, la dispersion des soumissions dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme a été légèrement supérieure à celle observée dans le cadre des opérations principales de refinancement. En moyenne, sur l'année, le taux moyen pondéré a été supérieur au taux marginal de 1,7 point de base, contre 1,9 point de base en 2002. Le pourcentage des offres satisfaites dans le cadre de chaque opération de refinancement à plus long terme en 2003 s'est établi entre 42 % et 60 %, à 51 % en moyenne, alors qu'en 2002, il avait fluctué entre 36 % et 72 % et atteint 50 % en moyenne.

LES AUTRES OPÉRATIONS

Le 23 mai 2003, l'Eurosystème a mené une opération de réglage fin visant à retirer de la liquidité, afin de restaurer des conditions de liquidité équilibrées. Le recours important à la facilité de prêt marginal au cours des deux jours précédents avait en effet conduit à un resserrement des conditions monétaires le dernier jour de la période de constitution et à un recul du taux au jour le jour. L'opération de réglage fin a été effectuée sous la forme d'une reprise de liquidités en blanc, assortie d'un taux fixe de 2,50 % (qui était alors le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement), d'une échéance de 24 heures et d'un montant préannoncé de 5 milliards d'euros. Sur plus de cent contreparties éligibles, douze ont participé, et les soumissions ont représenté un montant de 3,9 milliards d'euros, qui a été intégralement alloué. La période de constitution de réserves s'est achevée normalement, avec un faible

recours net de 0,6 milliard d'euros à la facilité de dépôt.

LES FACILITÉS PERMANENTES

Les deux facilités permanentes offertes par l'Eurosystème, à savoir la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt, sont destinées à fournir et à retirer de la liquidité au jour le jour, à indiquer l'orientation générale de la politique monétaire et à encadrer les taux d'intérêt au jour le jour en fixant une limite supérieure et une limite inférieure. En 2003, l'importance de l'écart de taux d'intérêt entre les deux facilités permanentes est restée inchangée à 200 points de base, centrés autour du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement.

Le recours aux facilités permanentes par les établissements de crédit est généralement motivé par deux éléments. Il peut être le résultat d'un déséquilibre global de liquidité, c'est-à-dire que le système bancaire dans son ensemble dispose soit de trop peu soit de trop de liquidités par rapport aux réserves obligatoires totales. Un recours global ne survient normalement que vers la fin d'une période de constitution, lorsque le système bancaire doit régler sa position vis-à-vis de tout déséquilibre global cumulé de liquidité en recourant aux facilités permanentes. Les pointes marquées dans le recours aux facilités permanentes en 2003, qui apparaissent dans la partie inférieure du graphique 28, reflètent le plus souvent la compensation de tels déséquilibres globaux. Des flux de paiement inattendus entre banques en fin de journée, lorsque le marché monétaire n'est plus liquide, peuvent entraîner des recours individuels aux facilités permanentes. Le recours individuel s'étend normalement de manière relativement uniforme sur l'ensemble de la période de constitution. Le recours individuel peut devenir substantiel certains jours en cas de défaillance de composantes des systèmes de paiement, comme ce fut le cas le 3 juillet 2003, lorsque le recours à la facilité de prêt marginal a représenté 7,7 milliards d'euros.

En 2003, le recours quotidien moyen total à la facilité de prêt marginal s'est élevé à 269 millions d'euros, tandis que le recours moyen total à la facilité de dépôt s'est établi à 242 millions d'euros. Si l'on se fonde sur l'hypothèse que le recours global survient le dernier jour de la période de constitution alors que le recours individuel s'effectue pendant le reste de cette période, ces montants peuvent être ventilés de la manière suivante : respectivement 49 et 221 millions d'euros dans le cadre des recours global et individuel à la facilité de prêt marginal et, respectivement, 107 millions et 135 millions d'euros dans le cadre des recours global et individuel à la facilité de dépôt.

Le recours total aux facilités permanentes en 2003 est resté aux bas niveaux de l'année précédente, ce qui indique que la qualité des prévisions des facteurs autonomes est satisfaisante et que le marché interbancaire est très efficient.

LA PARTICIPATION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AUX OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème a continué de permettre à un large éventail d'établissements de crédit de participer aux opérations de politique monétaire. Sur les 6 593 établissements de crédit de la zone euro qui étaient assujettis aux réserves obligatoires à fin 2003 (soit un recul de 5 % par rapport à l'année précédente), 2 149 (- 7 %) ont eu la possibilité de participer aux opérations d'*open market*, 3 083 (- 5 %) ont pu recourir à la facilité de dépôt et 2 629 (- 8 %) à la facilité de prêt marginal.

En 2003, le nombre moyen d'établissements de crédit participant aux opérations principales de refinancement et aux opérations de refinancement à plus long terme a poursuivi la tendance à la baisse amorcée à la mi-2000. Cette même année, le nombre moyen de soumissionnaires lors des opérations principales de refinancement a été de 267, contre 307 en 2002. Parallèlement, le nombre

de banques participant aux opérations de refinancement à plus long terme est revenu de 186 en 2002 à 133 en 2003. Cette tendance semble être le résultat de l'association de plusieurs facteurs, tels que la compétitivité du marché interbancaire, le mouvement de consolidation au sein du secteur bancaire et la centralisation des activités de gestion de trésorerie au sein de groupes bancaires. Rien n'indique que cette diminution constante de la participation aux opérations principales de refinancement et aux opérations de refinancement à plus long terme ait compromis la bonne affectation de la liquidité de banque centrale au sein du système bancaire de la zone euro. L'Eurosystème a toujours plus de contreparties lors de ses opérations d'*open market* que n'importe quelle autre banque centrale au monde.

LE SYSTÈME DE RÉSERVES OBLIGATOIRES

Le régime des réserves obligatoires de l'Eurosystème s'applique aux établissements de crédit de la zone euro et vise avant tout à stabiliser les taux d'intérêt du marché monétaire et à créer (ou accroître) le déficit structurel de liquidité. Les réserves obligatoires de chaque établissement sont déterminées en fonction de postes de son bilan. La constitution en moyenne des réserves, qui permet aux établissements de crédit de satisfaire leurs obligations, en moyenne, sur une période mensuelle donnée⁵, contribue à limiter l'incidence de chocs de liquidité temporaires sur les taux d'intérêt à court terme.

En 2003, les réserves obligatoires ont représenté 54 % des besoins de refinancement totaux du système bancaire de la zone euro. Le niveau moyen des réserves obligatoires totales détenues par les établissements de crédit de la zone euro s'est élevé à 130,9 milliards d'euros en 2003, ce qui représente une légère hausse d'environ 1 milliard par rapport à 2002. Le montant des réserves obligatoires a varié entre 128,9 milliards d'euros au cours de la période de constitution de réserves s'achevant le 23 mars 2003 et 132,1 milliards au cours de la période s'achevant le 23 août 2003.

Les avoirs en compte courant des banques couvrant les obligations de réserve ont fluctué entre 89,1 milliards d'euros et 181,2 milliards au cours de l'année, ce qui indique qu'un important volant supplémentaire contre des retraits imprévus de liquidités était toujours disponible (cf. la partie supérieure du graphique 28). Essentiellement en raison du mécanisme de constitution en moyenne des réserves obligatoires, et compte tenu de la faible fréquence des opérations d'*open market*, la volatilité de l'Eonia est restée faible en 2003 au regard des normes internationales. L'écart-type des variations quotidiennes de l'Eonia s'est chiffré à 14 points de base, soit 2 points de base au-delà du niveau de 2002.

En 2003, dix-neuf cas, en moyenne, de manquement à l'obligation de constitution de réserves obligatoires ont été déclarés par période de constitution des réserves, contre vingt-huit en 2002. Le déficit journalier moyen s'est élevé à 6,7 millions d'euros, contre 10,5 millions en 2002. 58 % des manquements ont donné lieu à des pénalités relativement faibles, inférieures à 500 euros. Sept infractions de grande ampleur ont toutefois été enregistrées, qui ont donné lieu à des amendes dépassant 10 000 euros.

LA RÉVISION DU CADRE OPÉRATIONNEL

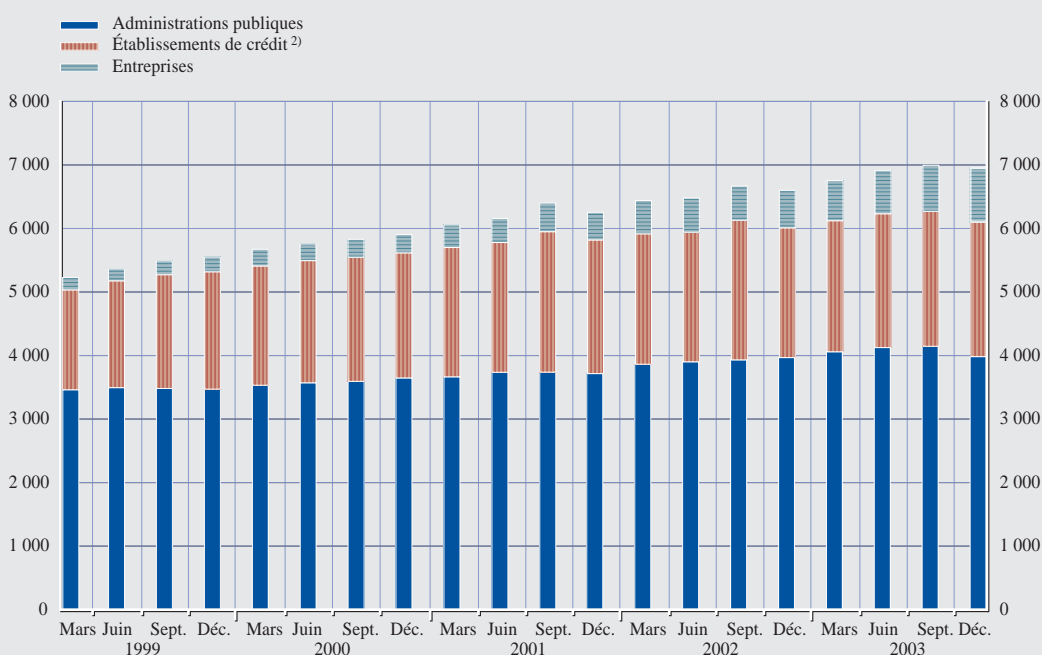
En réaction à quelques perturbations occasionnelles observées au cours des années précédentes, le Conseil des gouverneurs a décidé, en janvier 2003, d'amender certaines caractéristiques du cadre opérationnel de l'Eurosystème, avec effet à compter de mars 2004 :

- le calendrier relatif à la période de constitution des réserves est modifié, afin que cette dernière débute toujours le jour de règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle l'évaluation mensuelle de l'orientation de la

5 À partir du 10 mars 2004, la période de constitution de réserves ne s'étendra plus systématiquement sur une période de trente jours.

Graphique 29 Actifs de niveau I éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème¹⁾

(données en fin de mois ; montants en milliards d'euros)



Source : BCE

1 Les titres émis par les institutions internationales et supranationales ne sont pas inclus.

2 Cette catégorie comprend les titres du type *Pfandbriefe* et les obligations non adossées émises par les établissements de crédit.

politique monétaire est prévue. En outre, la mise en œuvre des modifications des taux de la facilité permanente coïncidera généralement avec le début de la nouvelle période de constitution de réserves ;

- la durée de l'opération principale de refinancement est ramenée de deux semaines à une semaine.

La combinaison de ces deux mesures contribuera à supprimer les anticipations de modification des taux d'intérêt durant une période de constitution donnée, puisque les modifications des taux directeurs de la BCE ne s'appliqueront, en général, qu'à la période de constitution des réserves suivante et que les conditions de la liquidité ne se répercuteront plus d'une période de constitution à l'autre. Dès lors, au cours d'une période de constitution de réserves donnée, le taux au jour le jour du marché ne devrait plus subir l'influence

d'anticipations de modification des taux directeurs. Ainsi, en raison de la politique de gestion de la liquidité généralement neutre de la BCE, le taux au jour le jour devrait rester proche du taux de soumission minimal. Cela devrait, au bout du compte, éviter que les soumissions des établissements de crédit dans le cadre des opérations principales de refinancement soient perturbées par des considérations spéculatives. Ces mesures contribueront à stabiliser les conditions dans lesquelles s'opèrent les soumissions.

En raison des délais techniques et juridiques, il a été décidé que les modifications n'entreraient pas en vigueur avant le 10 mars 2004⁶. Pour aider les

6 Un nouveau règlement de la BCE (BCE/2003/9) concernant l'application de réserves obligatoires a été adopté le 12 septembre 2003, JO L 250 du 2 octobre 2003. La mise à jour du document intitulé *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème* (cf. note 1) est applicable à compter du 8 mars 2004.

établissements de crédit à procéder à une mise en œuvre harmonieuse des modifications apportées au cadre opérationnel de la politique monétaire, il a été convenu qu'une période transitoire étendue de constitution de réserves démarrerait le 24 janvier pour se terminer le 9 mars 2004.

LES ACTIFS ADMIS EN GARANTIE DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Les statuts du SEBC stipulent que toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème doivent être couvertes par des garanties appropriées. Le dispositif de garanties de l'Eurosystème vise à éviter à celui-ci d'encourir des pertes à l'occasion des opérations de politique monétaire ou de systèmes de paiement (cf. encadré 7). Il veille à l'égalité de traitement des contreparties et optimise le fonctionnement opérationnel.

Pour tenir compte des différences entre les structures financières des pays de la zone euro, les actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème comportent un grand nombre d'instruments différents. Une distinction est opérée entre deux catégories d'actifs éligibles à ces opérations de crédit : les actifs de niveau 1 et les actifs de niveau 2. Cette distinction n'a pas d'incidence sur leur éligibilité aux différents types d'opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, si ce n'est que les actifs de niveau 2 ne sont normalement pas susceptibles d'être utilisés par l'Eurosystème dans des opérations ferme (qui n'ont pas été effectuées jusqu'à présent). Les actifs de niveau 1 sont constitués de titres de créance négociables satisfaisant à des critères d'éligibilité uniformes définis par la BCE. Les actifs de niveau 2 comprennent les actifs qui présentent une importance particulière pour les marchés de capitaux et les systèmes bancaires nationaux et pour lesquels les critères d'éligibilité sont définis par les BCN et soumis à l'approbation de la BCE selon des critères d'éligibilité minimaux. Les actifs de niveau 2 peuvent être des titres de créance négociables ou non négociables ou des actions.

Les actifs de niveau 1 sont constitués, en grande partie, d'emprunts publics (c'est-à-dire des

actifs émis par les administrations centrales, régionales et locales) ainsi que de titres du type *Pfandbriefe*, émis par les établissements de crédit et garantis par des hypothèques sur des immeubles d'habitation ou par des créances sur le secteur public. À fin 2003, les titres publics et du type *Pfandbriefe* représentaient, respectivement, 57 % et 31 % de l'ensemble des actifs de niveau 1. Les autres actifs de niveau 1 comprennent les titres du secteur privé (à savoir les obligations non adossées émises par les établissements de crédit, les obligations émises par les entreprises et les titres adossés à des actifs autres que du type *Pfandbriefe*) et les titres émis par les institutions internationales et supranationales (qui représentent moins de 2 % à fin 2003). En particulier, la valeur des obligations éligibles émises par les entreprises a constamment affiché une tendance haussière en 2003.

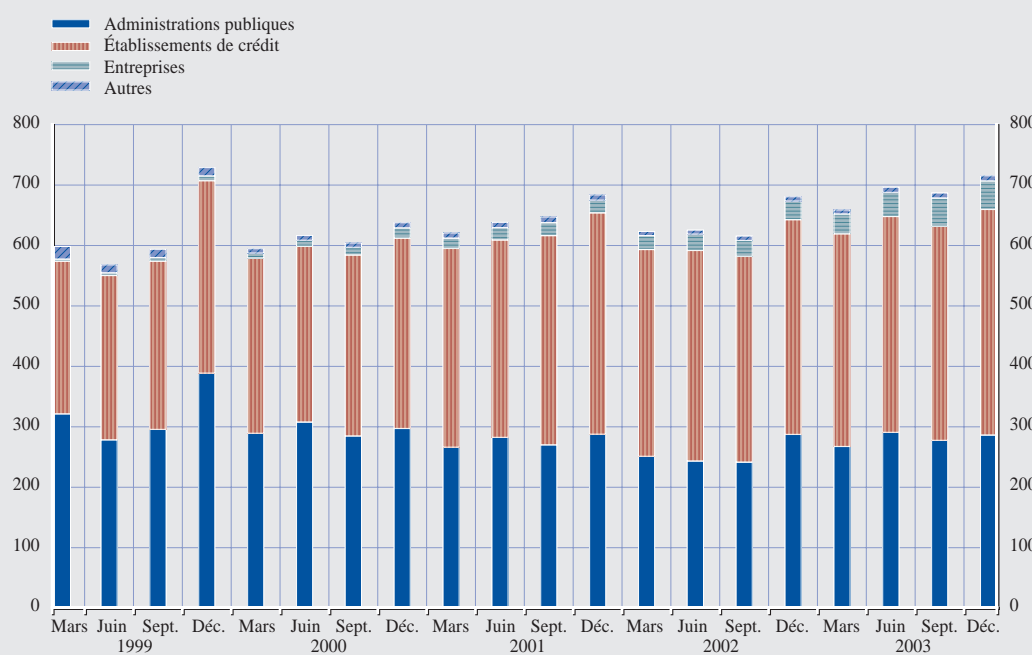
Les actifs de niveau 2 sont constitués d'actifs négociables ainsi que de titres de créance non négociables sur un marché, tels que les prêts bancaires, les effets de commerce et les billets à ordre adossés à des créances hypothécaires inscrits par certaines BCN dans cette catégorie.

La valeur totale des actifs de niveau 1 admis en garantie des concours de l'Eurosystème s'est élevée à 7 000 milliards d'euros à fin 2003, contre 6 600 milliards à fin 2002 (cf. graphique 29). Dans l'ensemble, les actifs de niveau 1 ont représenté la majeure partie des actifs éligibles (96 % à fin 2003). La valeur totale des actifs négociables de niveau 2 est demeurée stable, s'établissant à 261 milliards d'euros à fin 2003 (contre 265 milliards en 2002). Le montant absolu des actifs éligibles non négociables de niveau 2 n'est pas disponible.

Toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème reposent sur des actifs mobilisables livrés par les contreparties, sous la forme soit d'un transfert de propriété des actifs (système d'affectation des garanties), soit d'un nantissement des actifs concernés (système de mise en réserve commune).

Graphique 30 Utilisation des garanties dans les opérations de crédit de l'Eurosystème

(données de fin de mois ; montants en milliards d'euros)



Source : BCE

La valeur totale des actifs négociables livrés par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème s'est élevée à 750 milliards d'euros environ à fin 2003, contre à peine un peu plus de 700 milliards à fin 2002 (cf. graphique 30)⁷.

Dans l'ensemble, la part des titres de créance émis par des établissements de crédit dans le montant total des actifs négociables présentés en garantie à fin 2003 est demeurée stable, à 51 %, contre 52 % à la fin de l'année précédente. Les titres publics sont eux aussi demeurés stables, s'établissant aux alentours de 38 %. Une tendance haussière constante a été observée en ce qui concerne la part représentée par les obligations émises par les entreprises, qui est passée de 4 % (à fin 2002) à 6 % (à fin 2003). La part des prêts bancaires non négociables a été relativement stable, représentant 4 % environ de l'ensemble des actifs livrés en garantie pendant les cinq dernières années.

Les contreparties de l'Eurosystème peuvent procéder à une utilisation transfrontière des actifs éligibles, c'est-à-dire emprunter des fonds auprès de la banque centrale nationale du pays dans lequel elles sont établies en utilisant des actifs localisés dans un autre pays de la zone euro. La part des garanties transfrontières dans le total des garanties présentées par les contreparties dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème a continué de progresser, passant de 33 % à fin 2002 à 40 % à fin 2003. Cette augmentation a concerné tous les types d'actifs, et plus particulièrement ceux émis par les établissements de crédit et les entreprises (pour de plus amples détails, cf. la section 2.3 du présent chapitre).

⁷ Le montant total des garanties déposées par les contreparties dans le cadre de systèmes de mise en réserve commune s'est élevé à 650 milliards d'euros environ (fin 2003), contre 600 milliards environ fin 2002. En ce qui concerne les systèmes d'affectation des garanties, pour lesquels il est possible d'identifier l'opération pour laquelle les actifs mobilisables sont utilisés, le montant total utilisé par les contreparties dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème (opérations de politique monétaire et besoins de crédit intrajournalier) s'est élevé à 107 milliards d'euros fin 2003, contre 115 milliards fin 2002.

La gestion et la publication de la liste complète des actifs admis en garantie des concours de l'Eurosystème sont centralisées à la BCE, qui gère la base de données sur les actifs éligibles. Les BCN fournissent à la BCE les informations sur les actifs éligibles émis sur leurs marchés nationaux respectifs. Les actifs ne sont admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème que s'ils figurent sur la liste mise à jour quotidiennement, disponible sur le site internet de la BCE. En 2003, l'Eurosystème a renforcé la qualité, l'efficacité et la fiabilité du service offert à ses contreparties et a également modifié le contenu de la liste des actifs éligibles, en fournissant des informations complémentaires quant au groupe émetteur et aux types d'actifs conformes au nouveau cadre de maîtrise des risques applicable à partir de mars 2004 (cf. encadré 7).

LA LISTE UNIQUE DES GARANTIES

Au cours des cinq premières années de la phase III de l'UEM, les contreparties ont disposé, pour la garantie des concours intrajournaliers et des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, d'un grand nombre de garanties recouvrant une vaste gamme d'actifs. Toutefois, l'hétérogénéité des actifs de niveau 2 repris dans les listes des différentes banques centrales de la zone euro ne peut garantir l'égalité de traitement des contreparties et peut quelque peu réduire la transparence du dispositif de garanties. L'Eurosystème étudie dans quelle mesure cette hétérogénéité pourrait être réduite et dans quelles conditions les deux niveaux de garanties pourraient être fusionnés pour former une liste unique.

En juin 2003, l'Eurosystème a lancé une consultation publique invitant les opérateurs de marché à soumettre leurs points de vue quant à d'éventuelles modifications à apporter au dispositif de garanties de l'Eurosystème. L'idée fondamentale défendue vis-à-vis des opérateurs de marché était le passage progressif d'un système à deux niveaux à une liste unique. Les actifs de niveau 1 déjà acceptés en garantie par l'Eurosystème feraient partie de la liste unique.

Les principales catégories d'actifs de niveau 2 actuellement éligibles ont été réexaminées en vue d'être éventuellement intégrées à cette liste. De plus, une nouvelle catégorie d'actifs destinés à être rendus éligibles a été examinée, à savoir les titres de créance en euros émis dans la zone euro par des émetteurs établis dans des pays du G10 ne faisant pas partie de l'EEE.

Plusieurs parties intéressées ont réagi, parmi lesquelles des banques, des associations d'opérateurs de marché et quelques associations bancaires nationales et supranationales. Presque toutes les réponses soutenaient la proposition de remplacer le système à deux niveaux par une liste unique d'actifs admis en garantie. Le soutien de la réforme repose dans une large mesure sur le souhait d'instaurer un dispositif de garanties harmonisé qui renforce l'égalité de traitement entre les contreparties éligibles. Les opérateurs de marché ont argué que la nouvelle politique en matière de garanties devrait favoriser un plus haut degré de disponibilité des actifs éligibles en raison du recours accru aux garanties sur le marché (par exemple pour les prêts garantis et les marchés de pension, de même qu'aux fins du système *Continuous Linked Settlement* (CLS) (cf. la section 4 du chapitre 3). Certains opérateurs de marché ont mis en exergue la nécessité de rendre éligibles dans toute la zone euro toutes les catégories d'actifs de niveau 2 qui ne sont actuellement acceptés que par certaines BCN. Quelques-uns d'entre eux ont également mentionné des catégories d'actifs supplémentaires qu'ils aimeraient voir devenir éligibles (par exemple, des actifs plus « exotiques » comme les titres de créance libellés en devises étrangères).

L'Eurosystème est bien conscient du fait qu'un nouveau dispositif de garanties nécessiterait une mise en œuvre progressive s'étalant sur plusieurs années, compte tenu de l'adaptation des systèmes et procédures opérationnels qui s'imposerait, tant chez les banques centrales que chez les contreparties de l'Eurosystème ; de même des adaptations législatives devraient être apportées dans certains pays.

Encadré 7

LA GESTION DES RISQUES LIÉE À LA FOURNITURE DE CRÉDIT DANS LE CADRE DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE ET DES SYSTÈMES DE PAIEMENT

Dans le cadre de ses opérations (c'est-à-dire les opérations de politique monétaire ou des systèmes de paiement), l'Eurosystème court le risque, lorsqu'il effectue une opération avec une contrepartie, que cette dernière se révèle incapable de s'acquitter de ses obligations de crédit. Ce risque de crédit est atténué par l'exigence que la contrepartie fournisse des garanties adéquates pour couvrir les crédits octroyés.

Le cadre de la gestion des risques liés aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème se compose de trois éléments principaux, à savoir le contrôle des risques présentés par les garanties, les principes de valorisation et l'évaluation des risques de crédit présentés par les garanties.

En 2003, un nouveau programme de décotes a été finalisé dans le cadre du contrôle des risques présentés par les garanties. Ce nouveau programme vise à opérer une meilleure distinction entre les types de garanties sur la base des risques perçus en termes de liquidité. La classification des garanties en catégories de liquidité se fonde sur l'examen de différents indicateurs de liquidité, comme les écarts de courbe des rendements entre les obligations émises par des groupes d'émetteurs de qualité de crédit équivalente, l'offre effective et le volume moyen des émissions, ainsi que des indicateurs relatifs à l'écart entre les prix offerts et les prix demandés. La classification des segments d'émetteurs en groupes dont les niveaux de liquidité diffèrent a des répercussions sur le niveau des contrôles des risques ou des décotes.

Les nouveaux contrôles des risques des actifs de niveau 1 sont en application à compter de mars 2004. Les principales modifications apportées sont les suivantes.

- Les actifs de niveau 1 sont classés en quatre catégories de liquidité, et chacune de ces catégories fait l'objet d'un programme de décote spécifique.

Catégorie I	Catégorie II	Catégorie III	Catégorie IV
Titres de créance émis par les administrations centrales	Titres de créance émis par les administrations locales et régionales	Émissions traditionnelles de titres de créance du style <i>Pfandbriefe</i>	Titres adossés à des actifs
Titres de créance émis par les banques centrales	Émissions dites <i>Jumbo</i> de titres de créance du style <i>Pfandbriefe</i>	Titres de créance émis par des établissements de crédit	
	Titres de créance émis par des agences	Titres de créance émis par des entreprises ou d'autres émetteurs	
	Titres de créance supranationaux		

- Les tranches d'échéance des programmes de décote ont été choisies de manière à obtenir une distribution uniforme de l'encours des volumes entre les différentes catégories. Les nouvelles tranches d'échéance sont de 0 à 1 an, de 1 à 3 ans, de 3 à 5 ans, de 5 à 7 ans, de 7 à 10 ans et de plus de 10 ans. L'application de marges initiales a été supprimée et les

niveaux de déclenchement utilisés dans le cadre d'appels de marge sont revenus de 1,0 % à 0,5 %. Afin de garantir la cohérence entre les nouveaux programmes de décote des actifs éligibles de niveau 1 et ceux des actifs éligibles de niveau 2, ces derniers ont également été modifiés en vue de tenir compte à la fois de la suppression des marges initiales et des nouvelles tranches d'échéance.

- Les décotes appliquées aux actifs de niveau 2 reflètent les risques spécifiques associés à ces actifs et sont au moins aussi strictes que celles appliquées aux actifs de niveau 1. Les quatre différents groupes de décote des actifs de niveau 2, qui reflètent les différences au niveau de leurs caractéristiques et liquidité intrinsèques, ont été maintenus : les actions, les titres de créance négociables dont la liquidité est limitée, les titres de créance dont la liquidité est réduite et qui présentent des caractéristiques particulières et les titres de créance non négociables.

LES GROUPES DE CONTACT

La BCE a continué d'utiliser le *Money Market Contact Group* (MMCG) et le *Foreign Exchange Contact Group* (FXCG), tous deux mis en place en 1999, ainsi que le *Operations Managers Group* (OMG), mis en place en 2002, comme forums de discussion sur les évolutions du marché, les questions structurelles relatives au marché, les pratiques de négociation (*trading*), de même que les questions opérationnelles liées au marché monétaire et au règlement des opérations de change. Parmi les questions évoquées avec les opérateurs de marché au sein du *Money Market Contact Group* en 2003 ont figuré celles relatives à l'examen du marché monétaire de l'euro en 2002, au marché européen des pensions, à l'initiative de l'ACI sur le projet relatif aux titres européens à court terme (STEP) (cf. la section 3 du chapitre 3) et à la consultation de la BCE sur le dispositif de garanties de l'Eurosystème. Le *Foreign Exchange Contact Group* a discuté de questions telles que les progrès réalisés dans le cadre du système CLS récemment mis en place et les évolutions en matière de commerce électronique, de même que d'un éventuel examen des pratiques existantes sur le marché des changes.

1.2 LES OPÉRATIONS DE CHANGE

En 2003, la BCE n'est pas intervenue sur le marché des changes.

L'accord permanent entre la BCE et le FMI, signé en avril 2001, visant à faciliter la réalisation d'opérations en droits de tirage spéciaux (DTS) par le FMI, pour le compte de la BCE avec d'autres détenteurs de DTS, a été mis en œuvre à une seule occasion en 2003.

1.3 LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT

LA GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE

L'objectif de la gestion des réserves de change de la BCE est de garantir que cette dernière dispose, à tout moment, de liquidités suffisantes pour procéder à des interventions de change, si et quand le Conseil des gouverneurs le juge nécessaire. La liquidité et la sécurité sont par conséquent les deux impératifs de base qui guident les placements des réserves de change de la BCE. Ces réserves de change sont gérées de manière à maximiser leur rendement tout en tenant compte de ces contraintes. Une série de règles et de procédures, appelées « muraille de Chine », ont été mises en place pour éviter que des informations privilégiées, par exemple émanant des unités responsables de la mise en œuvre de la politique monétaire, parviennent aux unités chargées de la gestion des réserves de change et du portefeuille de fonds propres de la BCE.

Fin 2003, les avoirs nets de réserve de change de la BCE s'élevaient à 38,3 milliards d'euros, contre 43,2 milliards fin 2002. Cette

modification du volume du portefeuille de réserves de change en 2003 reflète les revenus d'intérêts encaissés et la variation de la valeur de marché des actifs du portefeuille, consécutive à la dépréciation du dollar des États-Unis. La BCE peut appeler des avoirs de réserve supplémentaires auprès des BCN de la zone euro dans le respect des dispositions du droit dérivé communautaire⁸.

Les réserves de change de la BCE consistent essentiellement en dollars des États-Unis, mais elles comportent aussi des yens japonais, de l'or et des DTS. La répartition par devises, qui est définie par le Conseil des gouverneurs, est fondée sur des études sur la ventilation optimale en devises ainsi que sur les besoins opérationnels prévisionnels, et le Conseil des gouverneurs peut la modifier quand il le juge approprié. Conformément à l'« Accord sur les avoirs en or des banques centrales » du 26 septembre 1999, les avoirs en or de la BCE ne font pas l'objet d'une gestion active.

LA GESTION DES FONDS PROPRES

Le capital souscrit et le fonds de réserve général de la BCE constituent la base du portefeuille de fonds propres de la BCE. Ce portefeuille doit fournir à la BCE une réserve destinée à faire face à des pertes éventuelles. L'objectif de la gestion de ce portefeuille est de générer sur le long terme des rendements supérieurs au taux moyen des opérations principales de refinancement de la BCE.

Fin 2003, le portefeuille de fonds propres de la BCE s'élevait à 5,9 milliards d'euros, contre 5,6 milliards fin 2002. La variation de la taille du portefeuille de fonds propres en 2003 est liée aux revenus d'intérêts encaissés et à l'évolution de la valeur de marché des avoirs en portefeuille. En 2003, de nouvelles possibilités de diversification ont été examinées afin d'améliorer le rendement total du portefeuille de fonds propres.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

Dans le cadre de sa gestion des risques, la BCE mesure, surveille et établit des rapports

concernant tous les risques résultant des opérations financières entreprises par elle, directement ou par les douze BCN de l'Eurosystème agissant pour son compte. Le dispositif de gestion des risques liés à la gestion des réserves de change de la BCE et de ses fonds propres se compose de trois éléments clés interdépendants, à savoir : (a) la mesure et la conformité de la gestion des risques, (b) l'analyse et la déclaration des performances des placements et (c) le cadre analytique de la répartition des actifs.

L'exposition de la BCE à des risques de marché, de crédit et de liquidité est mesurée quotidiennement, de même que la conformité à des limites prédéfinies. En 2003, aucun dysfonctionnement grave n'est survenu ; le contrôle a de plus en plus visé à assurer la conformité du profil de liquidité des placements. Des limites de liquidité pour les réserves de change de la BCE ont été formellement introduites afin de garantir que suffisamment d'actifs sont détenus sous la forme de dépôts à vue ou de titres très liquides. Des procédures précises sont en place pour la déclaration et le traitement de tout dysfonctionnement de ces limites ou d'autres. Les procédures de vérification de l'exactitude du suivi des prix de marché quotidiens (les prix des titres, enregistrés au jour le jour et utilisés à des fins de valorisation) ont également été améliorées en 2003.

La mesure et l'analyse des performances de tous les portefeuilles de placement concernés représentent une large part des activités de gestion des risques. Le dispositif actuel compte 24 portefeuilles distincts uniquement pour la gestion des réserves de change, car chaque BCN de la zone euro gère deux portefeuilles de réserves de change de la BCE. Le développement des techniques d'imputation des performances, c'est-à-dire visant à identifier les sources du rendement des portefeuilles par rapport aux portefeuilles de

⁸ Règlement du Conseil CE n° 1010/2000 du 8 mai 2000 concernant l'appel d'avoirs de réserve supplémentaires par la Banque centrale européenne (JO L 115 du 16 mai 2000)

référence définis par la BCE, s'est poursuivi en 2003, de manière à fournir des informations utiles aux gestionnaires de portefeuille. La globalisation de ces données sur des périodes plus longues permet également de tirer des conclusions plus détaillées. Cette analyse des performances globales ainsi que de la performance relative des portefeuilles par rapport au portefeuille de référence concerné peut également aider les organes responsables à décider de toute modification de la structure globale des placements.

La répartition des actifs est le processus qui consiste à diversifier les placements entre différents types d'actifs afin d'optimiser, en fonction des objectifs de l'institution, l'arbitrage entre risque et résultat. Le facteur clé influençant le rendement des portefeuilles de placement est la répartition des actifs des portefeuilles de référence stratégiques de la BCE. Ces derniers servent à refléter les préférences à long terme de la BCE en ce qui concerne le couple rendement/risque. En 2003, la BCE a mis au point un modèle économétrique pour calculer les revenus attendus des choix effectués en matière de portefeuilles de référence. En outre, plusieurs autres techniques d'optimisation ont été utilisées pour renforcer la robustesse de l'analyse.

2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES

L'offre de dispositifs de paiement et de règlement de titres constitue l'un des principaux instruments dont dispose l'Eurosystème pour mener à bien sa mission de promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement. Pour remplir sa mission statutaire, l'Eurosystème a créé *Target*⁹, un système de règlement brut en temps réel (RBTR) pour les paiements de montants très élevés en euros. Les paiements effectués *via Target* sont exécutés en monnaie de banque centrale, ce qui limite fortement le risque de défaillances susceptibles d'avoir des conséquences systémiques graves pour l'ensemble du système financier. Ces dernières années, *Target* a fait l'objet de plusieurs adaptations et des projets sont en cours pour mettre au point un système de deuxième génération, baptisé *Target 2*.

En ce qui concerne les règlements de titres, l'Eurosystème et le marché proposent plusieurs canaux qui facilitent l'utilisation transfrontière de garanties. Le recours à ces canaux s'intensifie au fur et à mesure que le processus d'intégration des marchés de l'UE se poursuit.

2.1 LE SYSTÈME TARGET

Le système *Target* actuellement utilisé se compose des quinze systèmes de paiement nationaux de l'UE. Il comprend également le mécanisme de paiement de la BCE, dénommé EPM, ainsi qu'un mécanisme d'interconnexion permettant le traitement des paiements transfrontières. En 2003, *Target* a continué à contribuer à l'intégration du marché monétaire en euros et à jouer un rôle de premier plan dans la mise en œuvre harmonieuse de la politique monétaire unique, étant donné que les opérations de crédit de l'Eurosystème sont traitées par le biais de ce système. Grâce au service de règlement en temps réel en monnaie de banque centrale qu'il offre et à sa large couverture de marché, le système *Target* attire une grande diversité d'autres paiements.

Le nombre toujours croissant de paiements de montants élevés en euros, conformément à l'objectif de l'Eurosystème qui est de promouvoir le règlement en monnaie de banque centrale. En 2003, 87 % du montant total des paiements de montants élevés en euros ont été réalisés *via Target*. Le système *Target* est disponible pour tous les virements en euros effectués entre des banques situées dans le même État membre de l'UE (flux nationaux) et entre des banques implantées dans des États membres différents (flux transfrontières), y compris les États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro. En 2003, le nombre de participants à *Target* s'est établi à 3 351. Le nombre de banques et succursales auxquelles des messages *Target* peuvent être adressés a atteint 43 450 dans le monde.

LE FONCTIONNEMENT DE TARGET

En 2003, le système *Target* a traité, en moyenne quotidienne, 261 208 paiements pour un montant total journalier de 1 650 milliards d'euros, soit une hausse de 3 % en volume et de 6 % en valeur par rapport à 2002.

Les flux transfrontières ont représenté 33 % en valeur et 23 % en volume du total des flux enregistrés dans *Target*, contre respectivement 31 % et 21 % en 2002. Les transactions interbancaires ont représenté 95 % des paiements *Target* transfrontières en valeur, et 52 % en volume, le reliquat étant constitué de paiements de clientèle. Le montant moyen d'un paiement interbancaire transfrontière s'est élevé à 17 millions d'euros, et celui d'un paiement de clientèle transfrontière à 0,8 million. Des informations plus détaillées sont présentées dans le tableau 12.

Target a fonctionné régulièrement et avec succès en 2003 et a assuré le règlement d'un

⁹ Target signifie *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*.

Tableau 12 Flux de paiements dans Target ¹⁾

En volume	2002	2003	Variations (en pourcentage)
Ensemble des paiements			
Total	64 519 000	66 608 000	3
Moyenne quotidienne	253 016	261 208	3
Palements Target intra État membre			
Total	50 785 315	51 354 924	1
Moyenne quotidienne	199 158	201 392	1
Palements Target inter États membres			
Total	13 733 685	15 253 076	11
Moyenne quotidienne	53 858	59 816	11
En valeur (milliards d'euros)			
Ensemble des paiements			
Total	395 635	420 749	6
Moyenne quotidienne	1 552	1 650	6
Palements Target intra État membre			
Total	271 914	283 871	4
Moyenne quotidienne	1 066	1 113	4
Palements Target inter États membres			
Total	123 721	136 878	11
Moyenne quotidienne	485	537	11
Source : BCE			
1) 255 jours de fonctionnement en 2002 et 2003			

En 2003, la disponibilité globale du système *Target*, c'est-à-dire la possibilité pour les participants d'utiliser le système sans incident pendant les heures d'ouverture du système, a atteint 99,79 %. Le *Target Information System* (TIS) a été renforcé en 2003 pour que les utilisateurs de *Target* puissent bénéficier d'informations plus détaillées et rapides en cas d'incident.

LES DISPOSITIONS RELATIVES AUX PAIEMENTS D'IMPORTANCE SYSTÉMIQUE DANS TARGET

Compte tenu du rôle spécifique de *Target* sur le marché et de la large couverture de marché qu'il offre, une protection efficace contre une large palette de risques est essentielle au bon fonctionnement du système. Par conséquent, il convient d'offrir une réponse adéquate aux questions relatives à la sécurité dans l'environnement *Target*. Une méthode

d'évaluation du risque est en place depuis la phase de développement du système. En 2003, la procédure de gestion des risques en vigueur a été profondément remaniée. Le nouveau *Target Risk Management Framework* (cadre de gestion des risques de *Target*) se fonde sur des normes internationales.

Dans des circonstances exceptionnelles, il est extrêmement important que les paiements d'importance systémique, c'est-à-dire les paiements qui impliquent un risque systémique s'ils ne sont pas traités immédiatement, soient effectués sans délai. À cet effet, les procédures de secours existantes de *Target* ont été perfectionnées. En 2003, des essais réalisés entre banques centrales (impliquant parfois des banques commerciales) ont permis de contrôler l'applicabilité et l'interopérabilité des différentes procédures de secours dans l'ensemble de la chaîne de traitement des paiements de *Target*.

De cette façon, l'Eurosystème est à présent mieux à même de garantir le bon fonctionnement des systèmes de paiement et des marchés financiers en cas de crise.

LES AUTRES CHANGEMENTS

Les modifications du réseau de communication de SWIFT, telles que la migration SWIFTNet FIN, sont obligatoires pour l'ensemble de la communauté des utilisateurs. Les composantes de *Target* peuvent mettre ces changements en œuvre à leur propre rythme, mais doivent accomplir cette migration avant fin 2004.

LES DISPOSITIFS DE RÈGLEMENT DE TITRES DE NUIT

En 2003, l'Eurosystème a réagi à une évolution du marché des systèmes de règlement de titres, consistant à régler les transferts d'instruments financiers pendant la nuit, en « cycles de règlement de nuit ». Durant ces cycles de règlement, les opérateurs de systèmes de règlement de titres avancent à la nuit précédente certaines opérations qui auraient normalement eu lieu le jour ouvrable suivant. Cependant, la date de valeur de ces transactions correspond au

jour ouvrable suivant. Grâce au règlement de nuit, les participants aux systèmes de règlement de titres n'ont pas d'incertitude quant à leur position effective en numéraire et en titres et peuvent opérer sur cette base dès le début des transactions de jour.

En réponse à une demande spécifique du marché, le Conseil des gouverneurs a approuvé un modèle qui est en mesure de traiter le règlement transfrontière des volets de paiement des cycles de règlement de nuit en monnaie de banque centrale pour les participants implantés en dehors du pays du système auquel ils prennent part. Ce modèle n'est mis en œuvre que par les BCN intéressées, sur une base volontaire. Cette solution mise au point par l'Eurosystème repose sur des garanties bilatérales entre les banques centrales de la zone euro. Ces garanties impliquent la BCN du pays dans lequel le système est implanté et les BCN des participants établis en dehors de ce pays. Les garanties bilatérales entre BCN offrent la possibilité aux participants d'utiliser les soldes qu'ils détiennent sur leur compte de réserve auprès de leur banque centrale nationale, pour les règlements au jour le jour dans un système de règlement de titres établi en dehors de leur pays d'origine.

LES RELATIONS AVEC LES UTILISATEURS DE TARGET ET LES OPÉRATEURS DE SYSTÈMES RBTR D'AUTRES ZONES MONÉTAIRES

Le SEBC entretient d'étroites relations avec les utilisateurs de *Target* afin que leurs besoins soient pris en considération et qu'une réponse adéquate y soit apportée. Comme au cours des années précédentes, des réunions régulières des banques centrales de l'UE et des groupes d'utilisateurs nationaux de *Target* ont eu lieu en 2003. En outre, des réunions mixtes du *Target Management Working Group* (TMWG) du SEBC et du *Target Working Group* (TWG), qui rassemble des représentants de banques européennes, ont été organisées pour discuter de questions opérationnelles liées à *Target*. Les questions stratégiques ont été examinées au sein du *Contact Group on Euro Payments Strategy* (COGEPS) (Groupe de contact sur la

stratégie des paiements en euros), une enceinte à laquelle participent des responsables de haut niveau des banques centrales et des banques commerciales.

En tant qu'opérateur de l'un des systèmes RBTR les plus importants au monde, l'Eurosystème entretient des contacts étroits avec les opérateurs de systèmes RBTR d'autres zones monétaires. Les interconnexions croissantes, dues entre autres aux activités du système *Continuous Linked Settlement* (CLS), nécessitent des échanges de vue sur toute question pratique.

2.2 LE SYSTÈME TARGET 2

La structure actuelle de *Target* remonte à 1994 et se fonde sur les principes d'une harmonisation minimale et de l'interconnexion d'infrastructures existantes. Une telle structure constituait le meilleur moyen de garantir la fonctionnalité du système dès le lancement de l'UEM. Toutefois, compte tenu de l'intégration financière croissante dans la zone euro et de la similarité accrue des besoins des utilisateurs de *Target*, une amélioration du système s'impose.

Le 24 octobre 2002, le Conseil des gouverneurs a énoncé les principes qui guident depuis lors l'élaboration du système *Target 2*. Le nouveau système doit (a) fournir un niveau de services très largement harmonisé ; (b) appliquer une structure tarifaire unique à l'échelle de *Target* pour ces services harmonisés ; et (c) garantir l'efficacité en termes de coûts. Parallèlement, les BCN resteront responsables des comptes des établissements de crédit et des relations commerciales avec ceux-ci dans leur État membre respectif. En ce qui concerne l'infrastructure technique de *Target 2*, les banques centrales pourront partager une plate-forme technique, dénommée plate-forme partageable unique, sur laquelle s'adosseront les services RBTR qu'elles proposent à leur communauté bancaire.

Le calendrier du projet *Target 2* comprend trois grandes phases : la phase de pré-projet, la phase de projet et la phase de tests et d'essais. L'année 2003 a été consacrée au pré-projet lui-même, réparti en trois axes s'intercalant nécessairement avant le début du développement technique courant 2004. Le premier axe consiste à définir les principales caractéristiques et fonctions offertes par *Target 2* (par exemple les services de traitement et de règlement de paiements, les questions relatives à l'interface, la gestion de la liquidité, les services d'information, la continuité et la sécurité du fonctionnement). Le deuxième, portant sur des questions de coût et de tarification, consiste principalement en la mise au point d'une méthodologie commune en matière de coûts pour *Target 2*. Enfin, le troisième axe met l'accent sur des questions spécifiquement liées à la plate-forme partageable unique.

Le premier pas dans la définition des principales caractéristiques et fonctions de *Target 2* a été le lancement par l'Eurosystème, en décembre 2002, d'une consultation publique visant à recueillir les avis de l'ensemble des utilisateurs de *Target* quant à la stratégie à retenir pour *Target 2* et son niveau de services¹⁰. Une synthèse des réponses reçues ainsi que les contributions individuelles peuvent être consultées sur le site internet de la BCE depuis le 14 juillet 2003¹¹. Toutes les parties qui se sont manifestées ont salué l'initiative de l'Eurosystème visant à améliorer les fonctionnalités et la performance du système *Target*. Le secteur bancaire a également souligné l'importance de l'implication des utilisateurs dans le projet *Target 2*.

Le SEBC continuera à consulter la communauté bancaire sur les questions importantes concernant *Target 2* durant toute la mise en œuvre du projet. Par ailleurs, les contributions reçues dans le cadre de la consultation publique ont servi de base de départ pour déterminer les caractéristiques et fonctions de *Target 2*. Les préparatifs en cours visent également à garantir la conformité totale du futur système *Target 2*

aux Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique¹², adoptés comme normes minimales par le Conseil des gouverneurs.

En ce qui concerne le deuxième axe, la mise au point d'une méthodologie commune en matière de coûts pour *Target 2* que toutes les banques centrales seront tenues d'appliquer était nécessaire. Cette méthodologie servira de point de départ pour la fixation de la structure tarifaire unique à l'échelle de *Target* et permettra également de vérifier la conformité à l'exigence en matière de couverture des coûts.

S'agissant du troisième axe, relatif aux questions concernant la plate-forme partageable unique, la BCE a coordonné les discussions entre les banques centrales intéressées par une participation à cette plate-forme. L'Eurosystème a commencé à examiner les questions relatives à la structure de gestion et au financement de la plate-forme partageable unique. La Banca d'Italia, la Banque de France et la Deutsche Bundesbank ont lancé une initiative conjointe pour le développement de cette plate-forme.

En plus de ces axes de travail, une organisation adéquate devra être mise en place en 2004 pour garantir à la fois la coordination effective des travaux de développement dans le cadre de la phase de projet, et un niveau approprié d'implication et de contrôle de toutes les banques centrales souhaitant participer à la plate-forme partageable unique. Les préparatifs menés au niveau du SEBC doivent permettre de lancer les activités de *Target 2* le 2 janvier 2007. Toutefois, cette échéance étant très courte, elle fera l'objet d'une nouvelle étude de faisabilité à un stade ultérieur de la phase de pré-projet.

10 *Target 2* : principes et structures, BCE, décembre 2002

11 Synthèse des commentaires reçus dans le cadre de la procédure de consultation relative à *Target 2* : principes et structures, BCE, juillet 2003

12 Rapport du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement sur les *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*, BRI, janvier 2001

2.3 L'UTILISATION TRANSFRONTIÈRE D'ACTIFS ÉLIGIBLES

Des actifs éligibles peuvent être utilisés au-delà des frontières nationales pour garantir tout type d'opérations de crédit de l'Eurosystème, au moyen du modèle de banque centrale correspondante (MBCC) ou par le biais de liens éligibles établis entre des systèmes de règlement de titres de l'UE. Le MBCC est fourni par l'Eurosystème, tandis que les liens éligibles sont une solution née sous l'impulsion du marché.

Le montant des garanties transfrontières conservées par l'Eurosystème est passé de 234 milliards d'euros en décembre 2002 à 305 milliards en décembre 2003. Globalement, fin 2003, les garanties transfrontières ont représenté 40 % du total des garanties fournies à l'Eurosystème. Ce pourcentage traduit clairement l'intégration croissante des marchés financiers dans la zone euro. En conséquence, les contreparties ont de plus en plus tendance à détenir dans leur portefeuille des actifs localisés dans un autre pays de la zone euro.

LE MODÈLE DE BANQUE CENTRALE CORRESPONDANTE

Le MBCC est demeuré le principal canal utilisé pour le transfert de garanties transfrontières et son amélioration a été poursuivie. Les contreparties de l'Eurosystème peuvent procéder à une utilisation transfrontière d'actifs éligibles, c'est-à-dire emprunter des fonds auprès de la banque centrale de l'État membre dans lequel elles sont implantées en utilisant des actifs localisés dans un autre pays de la zone euro¹³. Le MBCC a représenté 34 % du total des garanties fournies à l'Eurosystème. Les actifs détenus en dépôt par le biais du MBCC sont passés de 195 milliards fin 2002 à 259 milliards d'euros fin 2003.

Pour améliorer le niveau de services offert par le MBCC, le Conseil des gouverneurs a décidé, fin 2002, qu'à compter de janvier 2004, les BCN exécuteraient les procédures internes du MBCC dans un délai d'une heure, à condition

que les contreparties (et leurs conservateurs) soumettent correctement leurs instructions. Cependant, un écart par rapport à ce délai de référence d'une heure sera toléré dans certaines circonstances, notamment en cas de pics d'activités.

Étant donné que les banques agissant en tant que conservateurs jouent souvent un rôle de premier plan dans la chaîne de traitement du MBCC en remettant les garanties pour le compte de la contrepartie, les principales associations européennes du secteur du crédit (la Fédération bancaire de l'Union européenne, le Groupement européen des caisses d'épargne et l'Association européenne des banques coopératives) ont élaboré un code des meilleures pratiques destiné aux banques conservatrices effectuant des opérations dans le cadre du MBCC. Les opérateurs disposent de cette façon de directives permettant d'optimiser l'efficacité du MBCC. Ces meilleures pratiques, présentées dans l'encadré 8, sont entrées en vigueur en janvier 2004.

¹³ Pour plus de détails, cf. le chapitre 6.6.1 du document intitulé *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro, Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*, BCE, février 2004

Encadré 8

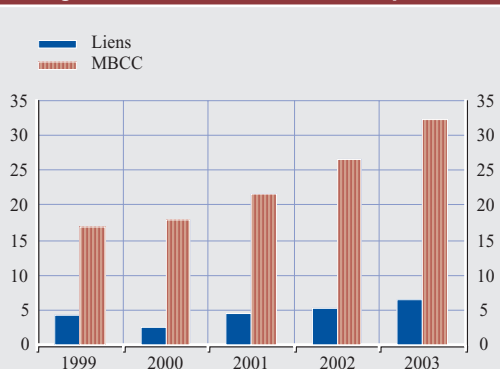
LES MEILLEURES PRATIQUES À L'USAGE DES INTERVENANTS DE MARCHÉ PARTICIPANT AUX OPÉRATIONS DANS LE CADRE DU MBCC, ADOPTÉES PAR LA FÉDÉRATION BANCAIRE DE L'UNION EUROPÉENNE, LE GROUPEMENT EUROPÉEN DES CAISSES D'ÉPARGNE ET L'ASSOCIATION EUROPÉENNE DES BANQUES COOPÉRATIVES

1. Les conservateurs de titres doivent s'assurer que leurs clients sont informés des règles/procédures appliquées aux instructions dans le cadre du MBCC. Ces règles/procédures doivent s'aligner, dans toute la mesure du possible, sur les pratiques de marché en vigueur. Les clients sont tenus de respecter ces règles/procédures afin de permettre un traitement rapide et efficace de leurs instructions.
2. Lorsque cela est possible, le traitement des instructions relatives au MBCC doit s'effectuer selon des procédures automatiques. À cet égard, il convient d'utiliser le plus possible les canaux de communication électronique entre les conservateurs et leurs clients et d'assurer la conformité des instructions aux normes ISO 15022.
3. Dans les conditions normales et pour satisfaire à une obligation de moyens, les conservateurs doivent transmettre les instructions MBCC de leurs clients au système de règlement de titres local dans les trente minutes suivant leur réception, sous réserve que ces instructions soient complètes et correctes et que le client dispose des titres à livrer.
4. L'heure limite impartie au conservateur pour le traitement en valeur jour des instructions de leurs clients faisant intervenir le MBCC est fixée à trente minutes avant l'heure limite du système de règlement-livraison de titres local (cf. les tableaux par pays, mis à jour régulièrement, sur le site internet de la BCE à l'adresse www.ecb.int). Toutefois, en bonne pratique, les clients sont invités à transmettre leurs instructions bien avant l'heure limite fixée pour le conservateur, afin d'éviter la constitution de files d'attente et de laisser au conservateur suffisamment de temps pour réagir aux erreurs ou aux imprévus.
5. Les intervenants de marché doivent veiller à ce que l'information soit rapidement accessible pour que leurs clients soient en mesure de suivre le déroulement de leurs instructions dans le cadre du MBCC.
6. Les conservateurs doivent convenir avec leurs clients de solutions permettant de reconnaître les instructions afférentes au MBCC et de définir, le cas échéant, les priorités correspondantes. Ces solutions doivent être conformes aux normes ISO 15022 en vigueur.
7. Lorsque les conservateurs ont les moyens d'identifier les instructions relatives au MBCC, ils doivent informer leurs clients, dans le cadre d'une obligation de moyens, des problèmes de règlement intervenus dans les quinze minutes qui suivent leur constatation.

LES LIENS ÉLIGIBLES ÉTABLIS ENTRE SYSTÈMES NATIONAUX DE RÈGLEMENT DE TITRES

Il est possible de relier des systèmes nationaux de règlement de titres par des dispositions contractuelles et opérationnelles, pour permettre le transfert transfrontière d'actifs entre les systèmes¹⁴. Après avoir été transférés à un autre système de règlement de titres *via* ces liens, les titres peuvent être utilisés dans le cadre de procédures locales de la même manière que n'importe quelle garantie nationale. Soixante-six liens sont actuellement à la disposition des contreparties, mais seul un nombre limité fait l'objet d'une utilisation active. De plus, ces liens ne couvrent qu'une partie de la zone euro et aucun nouveau lien n'a été présenté pour évaluation en 2003. Le montant des garanties conservées dans le cadre de ce dispositif est passé de 38 milliards en décembre 2002 à 46 milliards d'euros en décembre 2003, mais n'a représenté que 6 % du total des garanties, transfrontières et nationales, conservées par l'Eurosystème.

Graphique 31 Évolution des garanties transfrontières en pourcentage du total des garanties fournies à l'Eurosystème



Source : BCE

¹⁴ Pour plus de détails, cf. le chapitre 6.6.2 du document intitulé *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro, Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*, BCE, février 2004

3 LES BILLETS ET PIÈCES

3.1 LA CIRCULATION DES BILLETS ET PIÈCES EN EUROS ET LE TRAITEMENT DE LA MONNAIE FIDUCIAIRE

LA DEMANDE DE BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

La progression sensible des billets en euros en circulation qui avait été observée tout au long de 2002, après la période initiale de passage à l'euro fiduciaire, s'est poursuivie en 2003. Entre janvier et décembre 2003, la valeur des billets en euros en circulation a augmenté de 21,7 %, passant de 358,5 à 436,2 milliards d'euros. Celle-ci n'a baissé de façon notable qu'en janvier 2003, à raison de 5,3 % par rapport à décembre 2002, sous l'effet de la réduction des besoins en numéraire des agents économiques en début d'année, conformément au cycle annuel normal. En février, la valeur des billets en euros en circulation s'est à nouveau redressée, pour progresser constamment à un taux de croissance mensuel moyen d'environ 2,1 % durant le reste de l'année. La hausse de la demande de billets en euros résulte de leur utilisation accrue à la fois comme réserve de valeur et comme monnaie parallèle dans les pays hors zone euro. Des analyses statistiques indiquent que fin décembre 2003, quelque 9 % de la valeur des billets en euros en circulation étaient détenus par des non-résidents.

Le nombre de billets en euros en circulation a également progressé de façon notable en 2003, à concurrence de 10,1 %. Après avoir chuté de

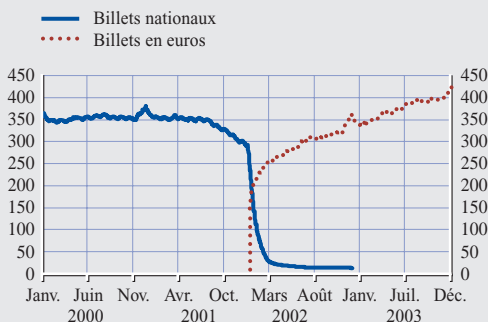
8,6 %, revenant de 8,2 à 7,5 milliards d'unités en janvier 2003, le nombre de billets s'est modérément accru pendant l'année, enregistrant des pics saisonniers autour de l'été et vers la fin de l'année, lorsqu'un niveau de 9 milliards de billets a été atteint. Le graphique 32 présente l'évolution des billets nationaux et des billets en euros en circulation en termes de valeur entre 2000 et 2003, tandis que le graphique 33 montre celle en termes de volume en 2002 et en 2003.

Aucun glissement important ne s'est produit entre les coupures en 2003, comme le montre le graphique 34. Un examen plus précis de l'évolution des différents taux de croissance annuels indique une augmentation importante des plus grosses coupures. La progression de l'émission de billets de 500 euros a été la plus forte, le nombre d'unités en circulation passant de 167 à 238 millions en 2003, ce qui représente une croissance annuelle de 42,5 %. Le nombre de billets de 50 euros, 100 euros et 200 euros en circulation a également augmenté de manière substantielle, affichant des taux de variation annuels respectifs de 19 %, 20,3 % et 12,1 %, alors que la progression des petites coupures a été modérée : 2,3 % pour la coupure de 5 euros, 2,5 % pour celle de 10 euros et 4,0 % pour celle de 20 euros.

Une hausse permanente de la demande de pièces en euros a été observée dans tous les pays de la zone à partir de janvier 2003, ce qui

Graphique 32 Valeur totale des billets en circulation entre 2000 et 2003

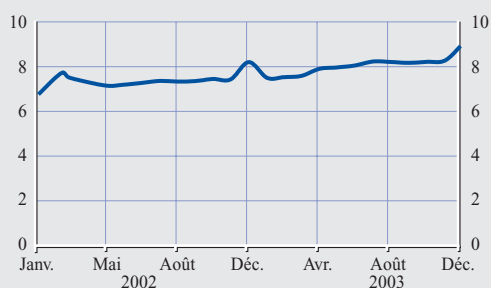
(en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique 33 Nombre total de billets en euros en circulation en 2002 et 2003

(en milliards d'unités)

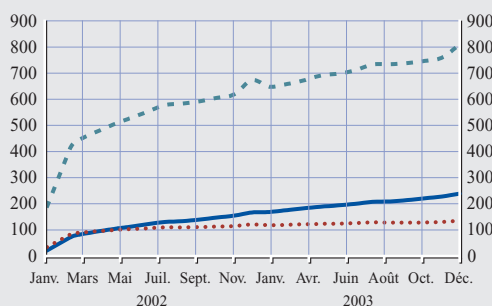


Source : BCE

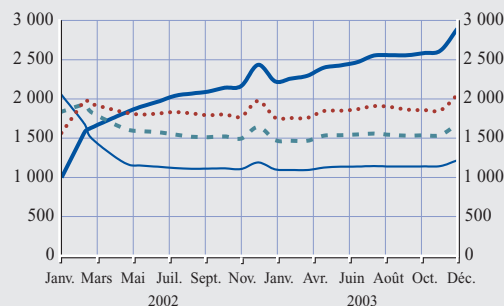
Graphique 34 Nombre de billets en euros en circulation en 2002 et 2003

(en millions d'unités)

— 500 euros
 200 euros
 - - - 100 euros



— 50 euros
 20 euros
 - - - 10 euros
 — 5 euros



Source : BCE

s'est traduit par une augmentation de 13,7 % du montant en circulation, qui est passé de 12,4 milliards à 14,1 milliards d'euros fin décembre 2003. Le nombre de pièces en circulation a progressé de 9,1 milliards d'unités dans le courant de l'année, passant de 39,9 milliards à 49 milliards de pièces fin 2003. Cette hausse substantielle est principalement attribuable à la demande accrue des plus petites pièces, à savoir celles de 1 centime, 2 centimes et 5 centimes d'euro, qui ont représenté plus des deux tiers de cette progression. Ce phénomène peut s'expliquer par la thésaurisation et les taux de pertes relativement élevés pour ces types de pièces.

LE TRAITEMENT DES BILLETS PAR L'EUROSYSTÈME

Les billets retournés aux BCN sont vérifiés sous tous les aspects, et leur qualité est contrôlée au moyen de machines de traitement des billets sophistiquées, afin d'établir s'ils ne sont pas devenus impropres à la circulation. Entre janvier et décembre 2003, le nombre des billets en euros traités aux guichets des BCN a atteint 57,8 milliards d'unités, répartis entre 28,5 milliards de billets déposés et 29,3 milliards retirés par les établissements de crédit et d'autres clients, pour une valeur totale de 1 744 milliards d'euros. Quelque 2,7 milliards de billets ont dû être détruits parce

qu'ils étaient usagés. Cette proportion est généralement comparable à la pratique des BCN avec les billets nationaux à la fin d'une période identique à compter de leur lancement.

3.2 LES ÉVOLUTIONS DES FAUX BILLETS EN EUROS ET DE LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

LES FAUX BILLETS EN EUROS

En 2002, lors de l'introduction des billets en euros, le niveau de contrefaçon avait été exceptionnellement faible. Cela s'explique, en partie, par les éléments de sécurité perfectionnés des billets en euros, mais aussi par le fait que les faussaires n'avaient pas eu suffisamment de temps pour s'adapter aux nouveaux billets. En 2003, deuxième année d'utilisation des billets, le nombre de faux billets détectés a inévitablement été plus élevé qu'au cours de l'année précédente. Le nombre total de faux billets qu'ont reçus les Centres nationaux d'analyse¹⁵ en 2003 s'est élevé à 551 287 unités. L'euro reste une monnaie bien protégée ; cependant, les techniques de reproduction à la disposition des faussaires s'améliorent au fil du temps, tout en devenant

¹⁵ Centres établis dans chaque État membre de l'UE afin d'assurer l'analyse initiale des faux billets en euros au niveau national

meilleur marché. Par ailleurs, l'euro est une monnaie internationale largement utilisée, ce qui l'expose davantage à la contrefaçon. Globalement, le taux de contrefaçon n'a pas été en progression constante en 2003, mais des fluctuations saisonnières, coïncidant avec des périodes de circulation élevée des billets authentiques, à savoir la période de Noël et les vacances d'été, ont été enregistrées.

La répartition de la contrefaçon entre les différentes coupures se présente comme suit :

	5 euros	10 euros	20 euros	50 euros
Quantité	2 733	5 476	152 061	321 623
Pourcentage	0,5	1,0	27,6	58,3

	100 euros	200 euros	500 euros	Total
Quantité	53 668	14 776	950	551 286
Pourcentage	9,7	2,7	0,2	100,0

Même si le billet de 50 euros demeure la cible favorite des faussaires, la contrefaçon du billet de 20 euros a vu son importance relative augmenter en 2003 aux dépens du billet de 50 euros.

Bien que les médias aient insisté sur l'existence de faux billets d'excellente qualité, le nombre de ceux-ci est extrêmement peu élevé, et le test consistant à « toucher, regarder, incliner » pour vérifier l'authenticité des billets suffit à déceler quasiment tous les cas.

LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

Outre l'accord de coopération conclu en 2002 avec Europol, la BCE a passé des conventions similaires en 2003 avec Interpol et plusieurs banques centrales de pays adhérents. La BCE et les BCN ont également joué un rôle actif dans la formation des professionnels qui manipulent des espèces, tant dans l'Union européenne qu'en dehors, dans le domaine de la reconnaissance et du traitement des faux billets.

Le Centre d'analyse de la contrefaçon de la BCE et les centres nationaux d'analyse collaborent avec les forces de police dans la lutte contre la contrefaçon, et les techniciens des centres nationaux d'analyse fournissent, sur

demande, des avis d'expertise et des rapports techniques aux instances judiciaires.

Par ailleurs, l'Eurosystème a accentué sa contribution à la coopération internationale en matière de lutte contre la contrefaçon sous l'égide des gouverneurs du G10. La BCE a développé une structure de soutien technique dénommée « Centre international de lutte contre la contrefaçon » et ouverte à la communauté internationale. Ce centre actualise l'analyse de la menace grâce à une évaluation continue des nouveaux instruments de reproduction et des systèmes de lutte contre la contrefaçon.

LA GARANTIE DE L'INTÉGRITÉ DES BILLETS EN EUROS DANS LE FUTUR

Les signes de sécurité datent de l'époque de l'émission. Le risque qu'un signe initialement sûr soit reproduit s'accroît au fur et à mesure que la connaissance de celui-ci par les faussaires s'améliore. Ce phénomène, qui a touché l'euro, comme d'autres monnaies internationales, après son lancement, s'est accentué en 2003. Cette menace grandit à mesure que d'autres institutions chargées de concevoir des billets adoptent l'euro comme standard technique et optent pour des signes de sécurité similaires. Par conséquent, la recherche et le développement de nouveaux signes de sécurité sont déterminants pour assurer l'intégrité future des billets en euros. Pour réaliser de nouveaux signes de sécurité qui constituent une « rupture de modèle » à plus long terme, l'Eurosystème a élaboré une méthodologie visant à évaluer et à financer des propositions de recherche et de développement sur la base la plus large possible. La recherche de nouveaux signes de sécurité est complétée par des programmes de développement qui comblent le fossé entre la recherche et la production.

3.3 L'ÉMISSION ET LA PRODUCTION DES BILLETS

LE RÔLE DE L'EUROSISTÈME DANS LES CIRCUITS DE TRAITEMENT DES ESPÈCES

Le Conseil des gouverneurs a, à plusieurs reprises, souligné l'importance de l'instauration d'une égalité de traitement pour les services liés à la gestion des espèces. Plusieurs mesures ont déjà été prises afin de contribuer à établir une concurrence équitable dans ce domaine. En 2002, l'Eurosystème a pratiqué une politique commune en matière de commissions applicables aux transactions en espèces effectuées par des clients professionnels aux guichets des BCN et a défini une position commune quant aux heures d'ouverture et aux règles de débit et de crédit pour les services liés au traitement des espèces aux guichets des BCN. Par ailleurs, une position commune concernant l'utilisation des caisses recyclantes¹⁶ dans la zone euro a été publiée. En 2003, une procédure commune de tests de ces machines a été élaborée. Les tests menés conformément à cette procédure commune dans une BCN de la zone euro sont valables dans tous les pays de la zone euro. Les procédures de test définissent des normes élevées pour ces machines, en ce qui concerne le retrait de billets faux ou douteux et la reconnaissance des billets usagés, afin de contribuer à la qualité élevée de la circulation. Une attention particulière a également été accordée aux conditions de réalisation de ces machines et à leurs performances techniques. Plusieurs fabricants ont déjà mené ces tests à bonne fin, apportant ainsi leur concours à l'établissement de normes élevées en matière de traitement et de recyclage des billets. Outre les mesures déjà mises en œuvre, l'Eurosystème continue à analyser d'autres aspects des circuits de traitement des espèces, afin de pourvoir aisément et efficacement à l'alimentation en numéraire et de maintenir l'intégrité des billets en euros.

La BCE et la Commission européenne organisent conjointement des réunions bisannuelles où sont abordées toutes questions

présentant un intérêt pour l'utilisation des espèces. Les participants sont notamment des représentants du secteur bancaire, de groupes de consommateurs et de commerçants, ainsi que de sociétés gérant des distributeurs automatiques et de sociétés de transport de fonds. La BCE participe également, en qualité d'observateur, aux activités du groupe de travail sur les espèces, sous l'égide du Conseil européen des paiements, qui a été mis en place par les associations européennes du secteur du crédit et les principales banques.

L'ORGANISATION DE LA PRODUCTION ET LA PRODUCTION FUTURE DES BILLETS

En avril 2001, le Conseil des gouverneurs a décidé que, dans les années suivantes, la production de billets en euros s'effectuerait selon un scénario de *pooling* décentralisé. Cela signifie que chaque BCN de la zone euro est responsable de la fourniture d'une partie seulement des besoins totaux de coupures déterminées. Le tableau 13 présente un aperçu de la répartition, conformément à ce modèle, de la fabrication confiée aux BCN.

Les besoins totaux de production ont atteint 3,1 milliards de billets en 2003 (4,8 milliards en 2002).

Des efforts importants ont été consentis en vue de définir une politique d'approvisionnement en billets pour le futur. Le Conseil des gouverneurs a procédé à une analyse approfondie visant à déterminer si des procédures d'appels d'offres pourraient être mises en œuvre à moyen terme pour l'approvisionnement en matières premières et la production des billets en euros. Le Conseil des gouverneurs a décidé qu'en 2012 au plus tard, une approche concurrentielle commune de l'Eurosystème, au moyen d'appels d'offres, serait pleinement appliquée. Les BCN disposant d'une imprimerie propre ou publique seront autorisées à ne pas suivre cette approche commune.

¹⁶ Les caisses recyclantes sont des appareils autonomes, à l'usage de la clientèle, conçus pour recevoir, traiter et délivrer des billets.

Tableau 13 Répartition de la production des billets en euros en 2003

Coupures	Quantité (en millions de billets)	BCN en charge de la production
5 euros	110	FR
10 euros	999,1	DE, GR, IE, AT
20 euros	1 071,1	FR, ES, NL, PT, DE
50 euros	657	IT, BE, ES, NL
100 euros	122	IT, FI
200 euros	133	DE, LU
500 euros	0 ¹⁾	
Total	3 092,2	

Source : BCE

1) Les stocks logistiques de coupures de 500 euros issues de la production initiale ont été jugés suffisants pour couvrir les besoins de l'année 2003.

LE SOUTIEN À LA PRODUCTION DES PIÈCES EN EUROS

Les États membres sont responsables de la fabrication des pièces en euros. La BCE a continué à agir en tant qu'expert indépendant pour la qualité de la frappe. Cela inclut le soutien permanent et la maintenance d'un système commun de gestion de la qualité dans tous les hôtels des monnaies produisant des pièces en euros. La frappe a atteint 4,8 milliards d'unités en 2003 (6,2 milliards en 2002).

LA DEUXIÈME SÉRIE DE BILLETS EN EUROS

L'amélioration de la conception de la monnaie vise avant tout à suivre de près les évolutions techniques, afin de s'assurer que les billets présentent un degré toujours élevé de protection contre la contrefaçon, tout en incorporant des signes de sécurité que le public soit en mesure de reconnaître. Les institutions émettrices de billets de banque tendent dès lors à améliorer progressivement les billets après quelques années de circulation. Conformément à cette pratique, la BCE a commencé à programmer une deuxième série de billets en euros, qui demandera plusieurs années avant d'être produite et émise.

Aucune date d'émission n'a encore été retenue pour cette deuxième série, mais elle devrait se situer vers la fin de la décennie. Le renouvellement de la gamme sera effectué progressivement, avec des intervalles entre les émissions des différents billets, de sorte que plusieurs années s'écouleront avant que toutes

les coupures n'aient été renouvelées. La conception de cette deuxième série sera fondée sur le thème « des époques et des styles » de la série actuelle, afin de marquer la continuité.

LES TRÈS PETITES COUPURES

Depuis l'achèvement du basculement à l'euro fiduciaire, d'aucuns ont suggéré qu'il serait utile d'introduire de très petites coupures, plus précisément de 1 euro et/ou 2 euros. On a fait valoir que dans certains pays, la population avait l'habitude d'utiliser, dans les anciennes monnaies nationales, de petites coupures et éprouvait des difficultés à s'adapter au fossé important en termes relatifs entre la pièce de 2 euros et le billet de 5 euros. On a également avancé que les consommateurs avaient tendance à associer les pièces à de faibles valeurs.

Le Conseil des gouverneurs a convenu de réexaminer l'émission éventuelle de très petites coupures à l'automne 2004, après avoir acquis davantage d'expérience au niveau de l'utilisation des billets et pièces en euros, tant dans la zone euro qu'à l'extérieur de celle-ci.

4 L'AMÉLIORATION DU CADRE EXISTANT ET L'ÉTABLISSEMENT DE NOUVELLES STATISTIQUES

La BCE, assistée par les BCN, collecte une large gamme de statistiques qui permettent au SEBC de s'acquitter de ses tâches. À l'instar des années précédentes, la fourniture des statistiques s'est déroulée normalement en 2003. Toutefois, la BCE et les BCN considèrent que de nouvelles améliorations dans ce domaine sont encore nécessaires.

En 2003, de nombreux efforts ont été consentis pour améliorer la disponibilité et la qualité des statistiques de la zone euro, tout en poursuivant l'objectif de limiter le plus possible la charge de déclaration des entités assujetties. Des progrès ont aussi été réalisés en ce qui concerne les statistiques dont la BCE fait un usage intensif et qui sont collectées et établies par la Commission européenne (Eurostat) et les instituts statistiques nationaux (ISN).

4.1 LES NOUVELLES STATISTIQUES

En décembre 2003, la BCE a publié de nouvelles statistiques harmonisées sur les taux d'intérêt des institutions financières monétaires (IFM). Ces nouvelles statistiques couvrent 45 indicateurs des taux d'intérêt que les IFM de la zone euro appliquent dans le cadre de leurs activités de dépôt et de crédit vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières (cf. également la section 2.1. du chapitre 1). Les statistiques mensuelles sur les taux d'intérêt englobent à la fois les encours et les nouveaux contrats. Elles donnent une image complète et harmonisée du niveau des taux d'intérêt appliqués par les IFM, de leur évolution et des volumes d'activité afférents à ces taux. Les obligations en matière de statistiques sur les taux d'intérêt des IFM sont énoncées dans le Règlement BCE/2001/18. Toutes ces informations, y compris le guide sur les taux d'intérêt des IFM et les notes méthodologiques, sont disponibles sur le site internet de la BCE.

Depuis septembre 2003, la BCE publie des compléments d'information sur les agrégats monétaires et leurs contreparties. Des estimations corrigées des variations

saisonniers couvrent désormais la totalité du bilan consolidé du secteur des IFM. En outre, de trimestrielle, la fréquence des données relatives à la ventilation sectorielle des dépôts, prêts et portefeuilles de titres est devenue mensuelle. La valorisation de certains postes figurant au bilan des IFM, comme par exemple les abandons de créances, utilisés pour calculer la contrepartie des agrégats monétaires « créances sur les résidents », sont désormais disponibles séparément sur une base harmonisée.

À la suite de l'adoption de l'Orientation BCE/2002/7 sur les obligations de déclaration statistique en matière de comptes financiers trimestriels en 2002, des données supplémentaires relatives à la fois aux opérations et aux bilans des sociétés d'assurance et des fonds de pension ont été mises à la disposition de la BCE à partir de février 2003.

En ce qui concerne les statistiques relatives aux non-IFM autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension, les données concernant les bilans des OPCVM, y compris une ventilation détaillée par catégories, ont été publiées pour la première fois en janvier 2003. Ces statistiques trimestrielles sont établies sur la base des données actuellement disponibles au niveau national et ne sont pas encore totalement harmonisées pour l'ensemble de la zone euro. En outre, depuis janvier 2003, les données mensuelles relatives aux actions cotées émises par des résidents de la zone euro, ventilées par secteurs émetteurs, sont disponibles. Une méthode améliorée de calcul des taux de croissance des titres de créance est également utilisée depuis janvier 2003.

En ce qui concerne les statistiques de la zone euro établies par Eurostat, les aspects les plus importants ont concerné la première publication des estimations rapides du PIB, fondées sur un sous-ensemble de pays produisant des estimations préliminaires, et celle des statistiques sur les nouvelles commandes dans l'industrie.

Dans le cadre de la poursuite de l'intégration des statistiques, la BCE a publié pour la première fois en juin 2003 la présentation monétaire de la balance des paiements. La présentation monétaire établit un lien important entre les créances nettes sur l'extérieur issues du bilan consolidé des IFM (contrepartie extérieure de M3) et celles issues des flux de balance des paiements. Étant donné que les variations des créances nettes du secteur des IFM sur l'extérieur reflètent dans une large mesure les opérations des résidents non IFM de la zone euro avec le reste du monde, cette nouvelle présentation renforce la cohérence entre les données monétaires et celles de la balance des paiements. Dans ce contexte, la collecte d'informations distinctes sur les prêts et les dépôts au sein de la rubrique des « autres investissements » facilitera également le suivi de l'évolution des actifs liquides détenus à l'étranger par le secteur détenteur de monnaie.

4.2 LA STRATÉGIE À MOYEN TERME EN MATIÈRE DE STATISTIQUES

En 2003, les travaux statistiques de la BCE ont poursuivi une stratégie à moyen terme visant à améliorer les statistiques ainsi que leur intégration et leur diffusion. Les éléments clés de cette stratégie sont les suivants :

- poursuivre le développement des statistiques de la BCE. Cela implique une base de données centralisée sur les titres et une base de données sur les marchés financiers de la zone euro, qui vont contribuer à produire des statistiques cohérentes et précises sur les marchés des titres et les marchés financiers. La base de données centralisée sur les titres permettra également de produire des chiffres plus précis en ce qui concerne les investissements de portefeuille au niveau de la balance des paiements et des statistiques sur la position extérieure ;
- élargir le cadre statistique du suivi et de l'analyse de la stabilité financière ;
- assurer le suivi et la prise en compte des innovations financières et autres évolutions ayant potentiellement d'importantes implications en matière de statistiques, comme les nouvelles normes comptables internationales et l'Accord de Bâle ;
- améliorer la diffusion des statistiques ;
- promouvoir des données économiques relatives à la zone euro établies par Eurostat sur la base des contributions des ISN qui soient de grande qualité et communiquées en temps utile, par exemple en mettant en œuvre le principe de « l'Europe d'abord » qui encourage les ISN à donner la priorité à leur contribution aux données relatives à l'ensemble de la zone euro, en particulier les Principaux indicateurs économiques européens, et à une meilleure coordination, notamment, des calendriers de publication et des règles de révision ;
- participer activement aux instances normatives internationales, afin de parvenir à une plus grande cohérence des données de base des différents types de statistiques collectées auprès des entreprises.
- préparer et incorporer les données relatives aux pays adhérents, d'abord en tant que membres de l'UE puis en tant que membres de la zone euro ;
- créer un système intégré de comptes trimestriels financiers et non financiers pour la zone euro, renforcer la cohérence conceptuelle et numérique du cadre des données utilisées à des fins d'analyse économique et monétaire. Le système de comptes trimestriels sera établi à la fois pour l'économie de la zone euro dans son ensemble et pour divers secteurs institutionnels ;

Afin d'améliorer la diffusion des statistiques, depuis août 2003, la BCE publie un recueil

statistique mensuel en format de poche (*Statistics Pocket Book*), qui présente les statistiques les plus importantes de la zone euro mises à jour régulièrement.

4.3 LES AMÉLIORATIONS APPORTÉES AU CADRE INSTITUTIONNEL ET JURIDIQUE DES STATISTIQUES

La BCE, en association avec les BCN et en coopération avec d'autres institutions européennes et internationales, œuvre également au renforcement du cadre juridique et institutionnel de la collecte, de l'établissement et de la diffusion des statistiques.

La BCE a mis à jour l'orientation concernant certains de ses besoins en matière de statistiques et les procédures de déclaration des informations fournies par les BCN dans le domaine des statistiques monétaires et bancaires (Orientation BCE/2003/2). La BCE a également mis à jour le règlement concernant la fourniture des statistiques sur le bilan des IFM afin de couvrir certaines positions vis-à-vis des pays adhérents et de leurs monnaies dès leur entrée, le 1^{er} mai 2004 (Règlement BCE/2001/13). En outre, une mise à jour de l'orientation relative aux statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure a été publiée en mai 2003 (Orientation BCE/2003/7). Cette mise à jour améliorera encore ces statistiques au niveau de la zone euro en fournissant, entre autres, une ventilation géographique et sectorielle plus détaillée des flux de balance des paiements et des encours de position extérieure.

En ce qui concerne le cadre institutionnel, en mars 2003, la BCE et la Commission européenne (Eurostat) ont signé une mise à jour du protocole d'accord relatif aux statistiques économiques et financières. Cette nouvelle version définit les responsabilités et la coopération entre les deux institutions, sans préjudice des dispositions juridiques énoncées à l'article 285 du Traité et à l'article 5 des

statuts du SEBC. La BCE continue d'exercer la responsabilité première des statistiques monétaires et bancaires, y compris les statistiques relatives aux marchés financiers, tandis que la Commission européenne continue d'exercer la responsabilité première des statistiques économiques générales. Les responsabilités quant aux statistiques de la balance des paiements continuent d'être partagées. La BCE exerce également la responsabilité première des statistiques relatives aux réserves internationales, aux taux de change effectifs nominaux et réels de l'euro et aux comptes financiers trimestriels de la zone euro. Les comptes annuels par secteurs institutionnels des États membres restent la responsabilité première de la Commission européenne, tandis que la responsabilité de l'établissement des comptes trimestriels non financiers des secteurs institutionnels et de l'infrastructure statistique, comme la correction des variations saisonnières et les normes en matière de transmission des données, est partagée.

En outre, en 2003, un groupe de travail conjoint de la BCE et de la Commission européenne (Eurostat) a identifié les éléments qui étaient les plus pertinents en ce qui concerne la qualité des statistiques de la balance des paiements et a mis au point des indicateurs quantitatifs pour surveiller la qualité. Ces indicateurs quantitatifs pour la zone euro seront incorporés à une évaluation globale de la qualité et publiés dans des rapports annuels spécifiques. Enfin, la BCE et la Commission européenne (Eurostat) ont préparé en étroite collaboration une liste des Principaux indicateurs économiques européens mensuels et trimestriels qui devraient être mis à disposition beaucoup plus rapidement qu'aujourd'hui en ce qui concerne la zone euro, à la faveur de la réduction des délais de communication de leur contribution par les États membres.

5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE

L'objectif des activités de recherche menées à la BCE est de fournir une base conceptuelle et empirique solide pour la prise de décision et d'améliorer la communication en matière de politique monétaire vis-à-vis des marchés et du public. Une recherche de haut niveau est indispensable en vue de garantir que la BCE soit bien outillée pour faire face aux défis sans précédents qui sont liés à la conduite d'une politique monétaire unique pour un groupe de pays souverains. La tâche la plus importante de la recherche économique, au sein de l'Eurosystème, est d'accroître la connaissance du fonctionnement de l'économie de la zone euro et, plus spécifiquement, de fournir des modèles, des outils et des analyses pertinents pour la conduite de la politique monétaire et l'accomplissement des autres missions de l'Eurosystème. Un exemple de cette orientation axée sur la politique monétaire est le rôle de la recherche dans l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE, dans le cadre de laquelle un certain nombre d'études de fond ont été prises en compte dans l'évaluation effectuée par le Conseil des gouverneurs (cf. encadré 1).

5.1 LES DOMAINES DE RECHERCHE

Le programme de recherche pour 2003 peut être subdivisé en six domaines : la stratégie, les règles et les indicateurs de politique monétaire ; la transmission de la politique monétaire ; les marchés financiers et les institutions financières ; l'économie et la finance internationales ; la modélisation macroéconomique de la zone euro ; les questions économiques générales et structurelles. La plupart des recherches sont d'abord présentées dans la série des documents de travail de la BCE et, dans une moindre mesure, dans la série d'études concernant des sujets spécifiques, ainsi que lors de conférences et d'ateliers, avant d'être publiées dans des revues ou des ouvrages à caractère scientifique¹⁷.

Le graphique 35 illustre le volume croissant de recherches produites depuis 1999 et le nombre élevé d'études déjà publiées dans des revues ou des ouvrages à caractère scientifique¹⁸, ou sur le

Graphique 35 Publication de documents de travail de la BCE



point de l'être. Le graphique 36 montre l'accent mis à la BCE sur les recherches pertinentes pour la politique monétaire. Il classe les documents de travail de la BCE par sujets, en recourant à la grille de classement utilisée par le *Journal of Economic Literature*. « La macroéconomie et l'économie monétaire » est le thème le plus représenté, suivi des « méthodes mathématiques et quantitatives » et de l'économie « financière » et « internationale ».

5.2 LES RÉSEAUX DE RECHERCHE

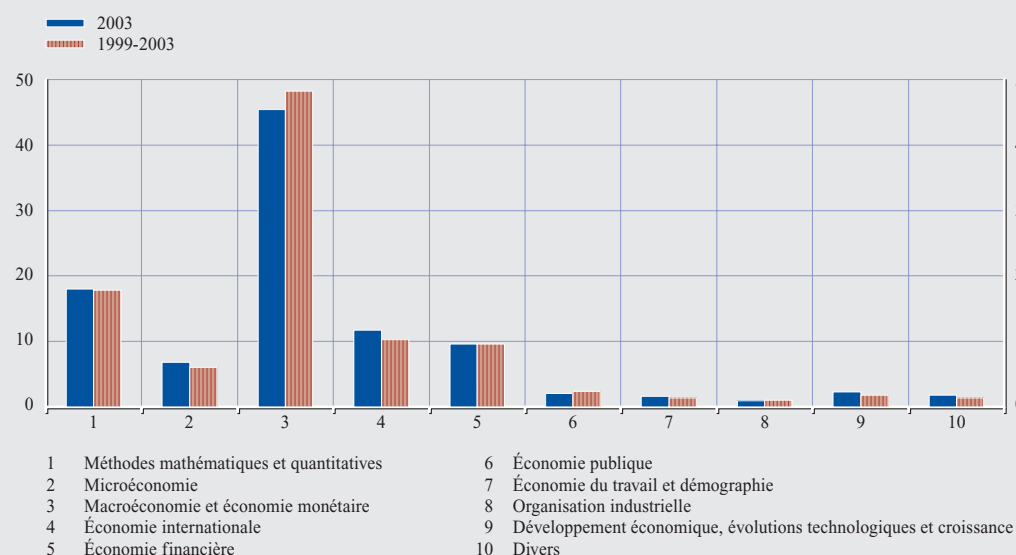
Dans de nombreux cas, les recherches sont menées à la BCE dans le cadre de réseaux formels. Il s'agit de groupes de chercheurs engagés conjointement dans de vastes projets à objectifs multiples. Ces groupes peuvent inclure des économistes de la BCE, des BCN de la zone euro, d'autres banques centrales et d'organismes

17 Pour des statistiques descriptives sur la portée des recherches produites à la BCE, cf. V. Gaspar et J. L. Vega, *Research at a policy making institution: launching research at the ECB*, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, volume 138, numéro 4, 2002, pages 359 à 376

18 La liste des documents de travail de la BCE se compose pour l'essentiel de travaux de recherche effectués par des experts de la BCE et des chercheurs invités. Les documents rédigés par des chercheurs n'appartenant pas aux réseaux de la BCE ne peuvent être publiés sous le timbre de la BCE que si ils ont été élaborés dans le cadre d'un projet réalisé sous l'égide de la BCE et/ou présentés au cours de conférences/ateliers organisés par la BCE.

Graphique 36 Documents de travail de la BCE : classement selon la grille du *Journal of Economic Literature*

(en pourcentage)



Source : BCE

de prise de décision, ainsi que des universitaires. La BCE y participe et fournit un soutien en matière de coordination et d'organisation, seule ou avec d'autres institutions. En 2003, ces réseaux de recherche ont été particulièrement actifs : ainsi, la BCE a mené des recherches sur les marchés de capitaux et l'intégration financière en Europe, conjointement avec le Centre d'études financières de l'Université Johann Wolfgang Goethe à Francfort (cf. encadré 10).

Le Réseau de transmission monétaire de l'Eurosystème, important projet lancé en 1999 par la BCE et les BCN de la zone euro, a achevé en 2003 son examen de la manière dont la politique monétaire unique affecte l'économie de la zone euro. Le projet a réuni des informations étendues sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Les participants ont effectué des études approfondies en ayant recours à des données macroéconométriques et microéconométriques, l'accent étant mis sur le comportement des entreprises en matière d'investissements et sur le rôle des banques dans le processus de transmission. Le projet comprenait également une comparaison du mécanisme de

transmission dans la zone euro avec celui des États-Unis. Le projet a donné lieu à plusieurs articles de revues et documents de travail, ainsi qu'à la publication en novembre 2003 d'un ouvrage regroupant l'ensemble des résultats¹⁹. Si le réseau a mené la majeure partie de ses travaux de recherche en utilisant des données relatives à la période antérieure à l'introduction de l'euro, des données allant jusqu'en 2003 ont été utilisées pour couvrir la période postérieure.

En 2003, afin d'améliorer la compréhension de la dynamique de l'inflation dans la zone euro et les pays qui la composent, un Réseau de l'Eurosystème sur la persistance de l'inflation a été créé, réunissant des chercheurs de la BCE et de l'ensemble des BCN de la zone euro. Un large éventail de données est utilisé pour étudier le phénomène, y compris des informations spécifiques et sectorielles sur les prix à la consommation et à la production, les taux d'inflation macroéconomiques et les résultats d'enquêtes. Les conclusions sont attendues pour 2004 et 2005.

19 I. Angeloni, A. Kashyap et B. Mojon (eds.), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press, 2003

Le Réseau sur le cycle conjoncturel de la zone euro, organisé en collaboration avec le *Centre for Economic Policy Research*, constitue un forum pour l'étude du cycle conjoncturel de la zone euro. Il réunit des chercheurs des milieux universitaires, des banques centrales et d'autres organes de décision. Ce Réseau a organisé deux ateliers en 2003 et la BCE a accueilli, en décembre 2003, sa première conférence, consacrée aux principales sources de chocs exogènes pour les économies du G7 et de la zone euro²⁰.

Le Projet international sur la flexibilité des salaires, parrainé par la BCE et l'Institut d'études sur le travail de Bonn (IZA) et organisé par la Banque fédérale de réserve de New York, ainsi que la *Brookings Institution*, fournit un forum de discussion aux chercheurs de treize pays qui étudient l'ampleur et la nature des rigidités salariales au moyen de données individuelles. L'accent est plus particulièrement mis sur la comparabilité des méthodologies et des résultats. Un débat a été mené à la réunion de l'*American Economic Association* en 2003. La conférence finale sera organisée à la BCE en juin 2004.

5.3 LA MODÉLISATION MACROÉCONOMÉTRIQUE DE LA ZONE EURO

Les modèles économétriques sont utilisés directement et indirectement dans le processus de décision en matière de politique monétaire, par exemple dans la préparation des projections macroéconomiques, dont les principaux résultats sont publiés deux fois par an dans le *Bulletin mensuel*²¹. En outre, la modélisation a été un catalyseur du développement de nouvelles données statistiques. Un exemple important en est la base de données macroéconomiques du modèle relatif à l'ensemble de la zone euro, disponible sur le site internet de la BCE et largement utilisé par les chercheurs du monde entier.

En 2003, la BCE et les BCN ont été très actives dans le domaine de la modélisation économétrique. Le cadre de modélisation pour la zone euro comprend, par exemple, des modèles macroéconométriques et temporels traditionnels, ainsi que des modèles factoriels dynamiques, des modèles autorégressifs vectoriels structurels et des modèles d'équilibre général stochastiques de pointe. Cette méthode de travail et la coopération qu'elle implique, sont à présent étendues en vue d'intégrer les banques centrales des pays adhérents.

5.4 LES CONFÉRENCES ET PROGRAMMES POUR LES CHERCHEURS INVITÉS

Dans le cadre élargi de son engagement à l'égard d'un échange continu et actif avec le monde universitaire, la BCE organise une série de conférences et d'ateliers en rapport avec ses centres d'intérêt principaux, ou participe à leur organisation. Il existe à présent deux grands événements récurrents. Le premier est la Conférence des banques centrales de la BCE, organisée tous les deux ans sur un sujet d'intérêt particulier pour la BCE. Cette conférence s'adresse à des responsables de haut niveau des banques centrales, des institutions internationales et européennes, et des institutions universitaires, ainsi qu'à des membres de la presse financière. Les actes de cette conférence sont publiés. Le second événement récurrent est la série de conférences parrainées par le Forum de recherche international sur la politique monétaire. Organisée conjointement avec le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, du Centre d'études financières de l'Université Johann Wolfgang Goethe (Francfort) et du Centre d'études allemandes et européennes de l'Université de Georgetown (Washington, États-Unis), cette initiative est axée sur la recherche relative aux questions de politique monétaire qui sont pertinentes d'un point de

20 Pour plus d'informations sur ce réseau, cf. www.eabcn.org

21 Pour plus d'informations sur l'exercice de projection, cf. *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, juin 2001

vue international. La deuxième conférence de la série a eu lieu en novembre 2003, dans les locaux du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve²².

Les échanges avec des chercheurs invités sont un moyen important de communication et de collaboration avec l'extérieur pour les experts de la BCE. Afin de promouvoir l'enrichissement mutuel entre les services de la BCE et la communauté internationale des chercheurs, la BCE organise un Programme d'accueil de chargés de mission, qui permet à des chercheurs reconnus travaillant sur des sujets intéressant la BCE de réaliser pour une période limitée des travaux au sein de la Direction générale des Études. En outre, un certain nombre de collègues des banques centrales des pays adhérents ont présenté leurs travaux d'analyse et de recherche à la BCE en 2003. S'agissant des jeunes, la BCE a continué à offrir à de brillants étudiants poursuivant des études de troisième cycle dans des universités internationalement renommées la possibilité d'effectuer une partie de leurs recherches à la BCE (cf. la section 2 du chapitre 8). Enfin, des consultants donnent leur point de vue sur des thèmes choisis et des orateurs externes contribuent à l'important programme de séminaires de la BCE²³.

22 De plus amples informations sur les conférences et les ateliers de la BCE se trouvent sur le site internet de la BCE.

23 Des informations plus complètes sur les programmes d'accueil des visiteurs se trouvent sur le site internet de la BCE.

6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS

6.1 LE RESPECT DES INTERDICTIONS RELATIVES AU FINANCEMENT MONÉTAIRE ET À L'ACCÈS PRIVILÉGIÉ

En vertu de l'article 237 (d) du Traité, la BCE a pour mission de surveiller le respect par les quinze BCN de l'UE de leurs obligations au titre des articles 101 et 102 du Traité et des Règlements du Conseil (CE) correspondants n° 3603/93 et n° 3604/93. Cette mission incombe au Conseil général de la BCE. L'article 101 interdit à la BCE et aux BCN d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux autorités publiques et aux institutions ou organes de la Communauté, et d'acquiescer directement, auprès d'eux, des instruments de leur dette. L'article 102 interdit toute mesure, ne reposant pas sur des considérations d'ordre prudentiel, qui établirait un accès privilégié des autorités publiques et des institutions ou organes de la Communauté aux institutions financières. Parallèlement au Conseil général, la Commission européenne veille au respect de ces dispositions par les États membres.

Le Conseil général surveille également les achats par les banques centrales de l'UE, sur le marché secondaire, d'instruments de dette émis tant par le secteur public national que par le secteur public d'autres États membres. En vertu des considérants du Règlement du Conseil (CE) n° 3603/93, l'acquisition d'instruments de dette du secteur public sur le marché secondaire ne doit pas servir à contourner la règle énoncée à l'article 101 du Traité. De tels achats ne sauraient devenir une forme indirecte de financement monétaire du secteur public.

S'agissant de 2003, le Conseil général a constaté deux cas de non-respect, par des BCN des États membres, des exigences susmentionnées contenues dans le Traité et les règlements du Conseil y afférents. Dans les deux cas, le montant de pièces détenues par la BCN et figurant au crédit du compte du secteur public a dépassé la limite de 10 % des pièces en circulation fixée par l'article 6 du Règlement du Conseil (CE) n° 3603/93. Dans le contexte des importantes rentrées de pièces dans les

BCN avant le passage à l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002, la Finlande a dépassé la limite à partir d'octobre 2001 et la France à partir de janvier 2002. Dans le cas de la France, le problème a persisté jusqu'à avril 2003, tandis que dans le cas de la Finlande, la situation n'a été corrigée qu'en décembre 2003. Par conséquent, fin 2003, le problème avait été complètement résolu dans les deux pays.

6.2 LES FONCTIONS CONSULTATIVES

L'article 105 (4) du Traité et l'article 4 des statuts du SEBC stipulent que la BCE est consultée par l'institution appropriée de la Communauté et par les autorités nationales responsables²⁴, selon les cas, sur toute proposition de législation communautaire ou nationale relevant de sa compétence. Les limites et les conditions régissant les modalités de consultation de la BCE par les autorités nationales sur les projets de textes de loi sont énoncées dans la Décision du Conseil 98/415/CE du 29 juin 1998²⁵. L'ensemble des avis émis dans ce cadre sont publiés sur le site internet de la BCE²⁶.

Au total, trente-deux consultations ont été effectuées en 2003, dont vingt-et-une par des autorités nationales et onze par le Conseil de l'UE. De ces trente-deux consultations, deux concernaient les moyens de paiement, quatre les statistiques et onze les règles qui pourraient influencer la stabilité des institutions et marchés financiers. Trois avis adoptés

24 Conformément au Protocole contenant certaines dispositions relatives au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord, tel qu'annexé au Traité, l'article 105 (4) du Traité et l'article 4 des statuts du SEBC ne s'appliquent pas au Royaume-Uni. Par conséquent, l'obligation de consulter la BCE ne s'étend pas aux autorités nationales de ce pays.

25 L'article 2 de cette décision énumère les domaines spécifiques appelant une consultation de la BCE.

26 En 2002, le Conseil des gouverneurs a adopté une politique de communication disposant, en règle générale, que tous les avis de la BCE émis à la demande d'autorités nationales soient publiés sur le site internet de la BCE dans les langues de leur rédaction (c'est-à-dire à la fois en anglais et dans la langue de l'autorité consultante concernée) six mois après leur adoption ; toutefois, si ces avis intéressaient la politique monétaire, ils seraient publiés immédiatement après leur adoption.

conformément à l'article 105 (4) du Traité méritent une mention particulière : l'un concerne la proposition de directive de l'UE relative aux services d'investissement et aux marchés réglementés, qui est présenté de manière plus détaillée à la section 2 du chapitre 3, et les deux autres concernent les projets d'amendement de la loi sur la banque centrale de Finlande (Suomen Pankki), présentés par le gouvernement finlandais.

Le projet d'amendement de la loi sur la banque centrale de Finlande, au sujet de laquelle la BCE a émis son premier avis²⁷, suggérait de limiter la capacité de la banque centrale à effectuer des réserves financières. Il suggérait en outre de transférer à l'État la totalité du bénéfice annuel de la banque centrale, à moins que le Comité de contrôle du Parlement n'en décide autrement, et de transférer également à l'État quelque 740 millions d'euros du capital, ce qui aurait contraint la banque centrale de Finlande à vendre des avoirs de réserve. La BCE s'est opposée à la proposition essentiellement en raison de l'effet combiné des amendements proposés sur la situation financière de la banque centrale de Finlande et du manque de garanties statutaires quant à l'accomplissement des tâches du SEBC, deux éléments qui nuiraient l'un et l'autre à l'indépendance financière de la banque centrale. En décembre 2003, la BCE a été consultée sur un projet gouvernemental révisé d'amendement de la loi sur la Suomen Pankki. Dans son deuxième avis, la BCE a accueilli favorablement le fait que le projet final de disposition législative ne réduisait pas le capital de la banque. Cependant, la BCE a constaté que les conditions d'indépendance financière n'étaient pas entièrement satisfaites et que le projet restait, par conséquent, incompatible avec le Traité et ses intentions. En raison de ce deuxième avis, le projet de loi a été retiré.

En plus des avis adoptés conformément à l'article 105 (4) du Traité, la BCE a également émis un avis aux termes de l'article 48 du traité sur l'Union européenne concernant le projet de traité instituant une Constitution pour l'Europe,

qui est présenté de manière plus détaillée à la section 1.1 du chapitre 4.

La BCE a également émis deux avis en vertu de l'article 112 (2) (b) du Traité et de l'article 11.2 des statuts du SEBC. Ces avis concernaient des recommandations du Conseil de l'UE sur la nomination du nouveau président de la BCE et d'un nouveau membre du Directoire de la BCE.

Une liste des avis adoptés en 2003 et début 2004 figure en annexe.

6.3 LA GESTION DES OPÉRATIONS D'EMPRUNT ET DE PRÊT COMMUNAUTAIRES

Conformément à l'article 123 (2) du Traité et à l'article 9 du Règlement du Conseil (CE) n° 332/2002 du 18 février 2002, la BCE continue à assumer la responsabilité de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires aux termes du mécanisme de soutien financier à moyen terme. En 2003, cependant, la BCE n'a accompli aucune tâche administrative de cette nature, dans la mesure où il n'existait pas d'arriéré fin 2002 et où aucune opération nouvelle n'a été initiée en 2003.

6.4 LES SERVICES DE GESTION DES RÉSERVES

En 2003, l'Eurosystème a commencé à élaborer un nouveau cadre pour les services bancaires que ses membres offrent aux banques centrales de pays ne faisant pas partie de l'UE, aux autorités monétaires, aux pays tiers et aux institutions internationales, à des fins de gestion des réserves. Au centre de ce dispositif se trouve une série de services de référence qui permettront aux clients de gérer leurs avoirs de réserve libellés en euros par l'intermédiaire de n'importe quelle banque centrale de la zone euro ayant accepté de fournir ces services. Le nouveau cadre offrira aux clients la possibilité d'utiliser les services en question dans des

²⁷ CON/2003/22, publié sur le site internet de la BCE

conditions harmonisées, quelle que soit la banque centrale de l'Eurosystème qu'ils aient sélectionnée comme fournisseur. Les détails de ce nouveau dispositif seront mis au point au cours du premier semestre 2004, puis seront mis en œuvre au second semestre.

Artiste
Gerhard Balder
Titre
Roter Nautilus, 1995
Support
Huile sur toile
Format
70 × 54 cm



CHAPITRE 3

LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES

I LA STABILITÉ FINANCIÈRE

La stabilité financière a constitué, tout au long de 2003, un thème important de l'ordre du jour des institutions et des instances européennes et internationales. À l'échelle internationale, le Forum de stabilité financière a continué de contribuer de façon importante à l'identification, au niveau mondial, des facteurs potentiels de vulnérabilité du système financier. À l'échelle de l'Union européenne, à la suite d'une décision prise par le Conseil Ecofin en décembre 2002, le Comité économique et financier (CEF) a commencé à tenir régulièrement des débats sur les questions de stabilité financière intéressant l'Union européenne. Au sein de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a également commencé à mener régulièrement des discussions concernant la situation en matière de stabilité financière dans la zone euro/Union européenne, en s'appuyant sur les travaux menés par la BCE en collaboration avec le Comité de la surveillance bancaire du SEBC. Les résultats de ces travaux ont également pour objet de contribuer aux débats menés aux niveaux international et européen sur ce sujet.

I.1 LE SUIVI DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Le suivi des évolutions et du contexte de la stabilité financière, réalisé par la BCE en collaboration avec le Comité de la surveillance bancaire, a pour objet d'identifier les sources potentielles de vulnérabilité du système financier de la zone euro/Union européenne et d'évaluer sa capacité de résistance aux chocs susceptibles de se produire. Bien que ce suivi porte sur l'ensemble du système financier (banques, établissements financiers non bancaires, marchés financiers et infrastructure financière), il se concentre néanmoins davantage sur les banques, qui demeurent la principale composante du système financier de la zone euro/Union européenne. Pour effectuer une analyse correcte, il est nécessaire de prendre en compte les évolutions tant conjoncturelles que structurelles.

LES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

La résorption des déséquilibres financiers qui se sont accumulés dans l'Union européenne dans les années quatre-vingt-dix a continué d'avoir une incidence sur le système financier en 2003. Cependant, ce dernier a continué de faire preuve de résistance face à ces déséquilibres, aidé en cela par l'amélioration du contexte macroéconomique et financier tout au long de 2003 (sur ce sujet, se reporter au chapitre 1).

La plupart des risques pesant sur la stabilité du système financier européen provenaient des déséquilibres financiers subsistant au niveau national, notamment dans le secteur des entreprises (cf. également l'encadré 2). Les entreprises européennes se sont efforcées d'ajuster leurs bilans, notamment dans les secteurs où le degré relativement élevé d'endettement avait constitué auparavant un motif de préoccupation. Elles ont engagé un processus de réduction des coûts, de révision à la baisse des investissements et, dans certains secteurs comme celui des télécommunications, de restructuration de leur dette. Si ces efforts ont en général abouti à une amélioration de la rentabilité des entreprises, ils n'ont cependant pas été suffisants pour réduire les ratios d'endettement de l'ensemble du secteur des entreprises. On a constaté, cependant, des différences sectorielles, avec notamment une amélioration des conditions de financement dans le secteur des télécommunications.

S'agissant des ménages européens, les ratios d'endettement par rapport au revenu ont continué de progresser courant 2003, dans la plupart des cas en raison d'une accumulation d'emprunts hypothécaires dans un contexte de niveau historiquement bas des taux d'intérêt et de relative stabilité de la situation sur le marché du travail. La demande relativement élevée de prêts hypothécaires émanant des ménages a largement contribué à soutenir les revenus d'intérêts des banques dans un environnement par ailleurs difficile. Toutefois, dans certains pays, elle a également entraîné une hausse

assez rapide des prix de l'immobilier résidentiel, ce qui pourrait constituer un facteur de risque pour les établissements de crédit de ces pays en cas de chute des prix de l'immobilier. Dans l'ensemble, cependant, ces risques semblent être plutôt ténus.

La stabilité des marchés financiers s'est améliorée en 2003. Après trois années de recul presque continu et de volatilité exceptionnelle, les marchés boursiers ont amorcé une reprise mi-mars 2003, et la volatilité s'est atténuée parallèlement à la dissipation des risques géopolitiques et au renforcement des perspectives de reprise économique. Ainsi, les entreprises ont bénéficié d'une marge de manœuvre pour émettre de nouvelles actions et/ou des titres de créance, à la faveur du resserrement significatif des écarts de rendements et du regain de l'activité d'émissions obligataires. Ces évolutions peuvent également s'expliquer, dans une certaine mesure, par la « quête de rendement » des investisseurs dans un contexte de niveau historiquement faible des taux d'intérêt à long terme. Cependant, le bas niveau des taux d'intérêt début 2003 a mis à rude épreuve certaines institutions financières, notamment les sociétés d'assurance et les fonds de pension, en raison de son incidence sur leur passif. Ces tensions se sont atténuées avec le redressement des taux d'intérêt à long terme au second semestre de l'année.

Début 2003, la solvabilité des sociétés d'assurance a été soumise à de fortes tensions après trois années d'érosion des bénéfices due à la fois à la chute des cours de bourse depuis 2000 et aux pressions à la baisse qui se sont plus récemment exercées sur les taux d'intérêt à long terme. Cependant, le rebond qui s'est produit ultérieurement a eu tendance à dissiper ces tensions et certains signes d'amélioration ont commencé à apparaître vers la mi-2003. Néanmoins, certaines tensions ont continué de peser sur la solvabilité et les revenus, et des incertitudes ont subsisté concernant l'ampleur du risque de crédit accumulé par les sociétés d'assurance sur le

marché des instruments de transfert du risque de crédit.

Le secteur bancaire de l'UE a continué de faire preuve de résistance, en dépit d'une croissance économique inférieure à la moyenne en 2003 et ce, pour la troisième année de suite. Il a absorbé les effets négatifs d'un environnement moins favorable que prévu. Dans ce contexte, les banques ont bien réagi en procédant à une réduction des coûts, à une réorganisation de leurs activités et à une amélioration de leurs stratégies de gestion des risques. Les grandes banques ont réussi à maintenir, et même à améliorer, leurs niveaux de rentabilité et de solvabilité durant le premier semestre 2003. Le relatif allègement des provisions pour créances irrécouvrables, les économies réalisées en termes de coûts et le redressement des revenus issus des activités sur les marchés financiers sont autant d'éléments qui ont contribué à accroître la rentabilité en 2003. Ces évolutions apparaissent également dans les ratios réglementaires de solvabilité des banques de l'UE, qui sont demeurés satisfaisants. Toutefois, dans certains cas, ces ratios ont davantage bénéficié de la cession de certains actifs et de la réduction des actifs pondérés en fonction des risques que des nouvelles émissions d'actions ou de la mise en réserve des bénéfices.

En février 2003, la BCE a publié pour la première fois un rapport intitulé *EU banking sector stability* (La stabilité du secteur bancaire de l'UE), suivi d'une deuxième parution en novembre de la même année. Ces rapports résument les principales conclusions du Comité de la surveillance bancaire relatives au suivi régulier de la stabilité du secteur bancaire de l'Union européenne.

LES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES

Le difficile contexte économique et financier de ces dernières années a contraint les banques à accroître leur efficacité, notamment par le biais d'une réduction des coûts et de l'abandon des activités périphériques. Cela a eu pour

conséquence de ralentir ou d'interrompre certaines des tendances à long terme qui s'étaient dessinées antérieurement, notamment celles relatives à l'internationalisation, à la consolidation et à la désintermédiation. Dans l'ensemble, ces réactions à des conditions difficiles d'exercice de leur activité ont aidé les banques à faire face aux tensions qu'elles subissaient alors et ont également contribué à améliorer la stabilité bancaire à moyen et long termes.

Les stratégies d'internationalisation, en particulier pour les activités de banque d'investissement et de marché, ont été fréquemment revues à la baisse, bien que les liens avec certaines régions, telles que l'Europe centrale et orientale, aient continué de se renforcer. Les banques se sont clairement recentrées sur leurs marchés nationaux, notamment pour leurs opérations de clientèle. Cependant, les activités transfrontières, considérées comme une extension naturelle des activités sur le marché national, ont été davantage développées. Les pressions de la concurrence sur le marché national semblent, dans une large mesure, avoir favorisé les récentes tendances à l'internationalisation. Ainsi, la récente expansion a eu essentiellement pour objet d'améliorer la rentabilité en se positionnant sur des marchés présentant des marges plus élevées ainsi qu'un avantage comparatif évident.

La consolidation s'est poursuivie dans le secteur bancaire, mais à un rythme plus modéré. Les pressions concurrentielles demeurent cependant élevées, en général, en dépit de cette concentration croissante. Les banques ont continué d'opter pour une stratégie de distribution fondée sur le recours simultané à leurs réseaux de succursales ainsi qu'à d'autres canaux, ce qui pourrait également être considéré comme s'inscrivant dans les efforts consentis en vue d'améliorer la qualité de leurs services de clientèle. Toutefois, les réseaux de succursales sont demeurés au cœur des stratégies de distribution des banques. Elles ont

eu tendance à délaisser le traitement proprement dit des opérations pour se consacrer davantage aux services de conseil, plus sophistiqués et à forte valeur ajoutée.

S'agissant de l'intermédiation, c'est-à-dire du rôle d'intermédiaire joué par les banques pour drainer les fonds des déposants vers les emprunteurs, il leur a fallu faire face au recul de la demande de fonds de la part des entreprises et au développement de l'activité d'émissions sur les marchés de capitaux. Cependant, les activités de clientèle se sont révélées être une source stable de revenus. En particulier, la clientèle de détail a eu tendance à réaménager ses portefeuilles en délaissant les actions, dans un contexte de volatilité des marchés, au profit de placements relativement sûrs et liquides. Parallèlement, les emprunts des ménages sont demeurés plutôt soutenus.

Les banques de l'Union européenne ont élargi leurs gammes de produits et services, notamment ceux destinés à la clientèle de détail. Elles offrent un plus grand nombre de nouveaux instruments d'épargne, notamment des produits à revenu indexé et présentant également des caractéristiques d'options comme, par exemple, la détermination d'un seuil de pertes. Dans certains pays, les formes de placement à risque élevé, telles que les fonds spéculatifs (*hedge funds*), ont été rendues accessibles aux petits investisseurs par l'intermédiaire des banques. Les clients sont donc confrontés à une complexité toujours croissante des produits. Cela a incité les banques à redoubler d'efforts pour améliorer la confiance des investisseurs dans les produits liés aux titres, en procédant à des modifications en termes d'organisation et en améliorant leurs structures de gouvernance.

Enfin, les banques ont renforcé leur gestion du risque afin de mieux contrôler le risque de crédit accru et aussi pour répondre au défi posé par les modifications à venir concernant les exigences en fonds propres (Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, ou Bâle II ; cf. la

section 2 de ce chapitre). Le renforcement de leur présence sur le marché des instruments de transfert du risque de crédit est l'une des voies explorées pour améliorer la gestion des risques. Ces instruments permettent aux banques de fractionner les risques plus facilement et de mieux configurer leur exposition au risque de crédit. Les banques ont eu tendance à recourir à ces instruments principalement pour réduire le risque de crédit, bien que, dans certains cas, elles aient pu améliorer la diversification de leur portefeuille en prenant des risques supplémentaires. Elles ont également intensifié leurs efforts afin d'accroître leur résistance aux risques opérationnels.

Pour une analyse plus détaillée des principales évolutions structurelles du secteur bancaire de l'Union européenne, se reporter au rapport du Comité de la surveillance bancaire intitulé *Structural analysis of the EU banking sector* (Analyse structurelle du secteur bancaire de l'UE), publié par la BCE en novembre 2003.

I.2 LA COOPÉRATION DANS LES SITUATIONS DE CRISE

Début 2003, les banques centrales et les autorités de contrôle de l'Union européenne ont signé un protocole d'accord concernant la coopération dans les situations de crise. Ce dernier consiste en une série de principes et de procédures relatifs à la coopération dans les situations de crise impliquant des établissements de crédit ou groupes bancaires, ou liées à des perturbations affectant les marchés financiers et/ou les infrastructures de marché et susceptibles d'avoir des répercussions communes dans les États membres. Ces principes et procédures traitent plus spécifiquement de l'identification des autorités nationales responsables de la gestion de crise, des échanges d'informations nécessaires entre toutes les autorités concernées et des conditions pratiques du partage des informations entre pays. Courant 2003, une simulation de gestion de

crise a été menée afin de mieux appréhender de quelle manière les dispositions du protocole d'accord permettraient, en pratique, de mieux organiser la coopération et le partage des informations entre les autorités. Cet exercice a fourni des enseignements très utiles concernant les différents aspects de la coopération transfrontière entre les autorités de surveillance bancaire et les BCN en cas de crise financière.

2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES

2.1 LE DISPOSITIF LAMFALUSSY

Après les résultats de la consultation publique sur le rapport du Conseil économique et financier (CEF) relatif aux dispositifs de l'UE en matière de réglementation, de surveillance et de stabilité financières (*EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability*), le Conseil Ecofin a recommandé en décembre 2002 d'étendre à tous les autres secteurs financiers le nouveau dispositif Lamfalussy¹ déjà mis en place dans le domaine des valeurs mobilières. L'adoption de ce nouveau dispositif doit renforcer la flexibilité et l'efficacité du processus réglementaire, dans la mesure où il établit une distinction entre le droit primaire, adopté par le Conseil Ecofin et le Parlement européen par le biais de la procédure de codécision (législation dite « de niveau 1 ») et le droit dérivé, qui consiste à mettre en œuvre les mesures pouvant être adoptées dans de meilleurs délais et de façon plus flexible. Cela permettra au processus réglementaire de répondre plus rapidement et plus efficacement aux mutations technologiques et aux évolutions de marché. Ce nouveau dispositif est également conçu pour répondre aux besoins en termes de coopération efficace et de convergence en matière de surveillance et devrait ainsi contribuer à une mise en œuvre plus cohérente des règles de l'UE dans les différents États membres.

Le dispositif Lamfalussy s'appuie en particulier sur l'implication des comités de réglementation dans les différents secteurs financiers. Ces comités, aussi appelés comités de niveau 2, sont composés de représentants des États membres nommés par les ministres concernés. En outre, les comités de surveillance, également appelés comités de niveau 3, ont été chargés de promouvoir la convergence des pratiques de surveillance, de renforcer la coopération en matière de surveillance (notamment l'échange d'informations sur les établissements contrôlés) et de fournir des conseils techniques à la Commission concernant l'élaboration de mesures d'exécution.

En novembre 2003, la Commission a adopté une série de mesures afin de mettre en application la recommandation du Conseil. Dans le secteur bancaire, le Comité consultatif bancaire a été remplacé par le Comité bancaire européen (CBE) (*European Banking Committee – EBC*) et un nouveau Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB) (*Committee of European Banking Supervisors – CEBS*) a été institué. Une étroite coopération entre le Comité de la surveillance bancaire (CSB) (*Banking Supervision Committee – BSC*) du SEBC et le CECB doit être instaurée afin d'éviter les chevauchements entre les activités. Dans le secteur des assurances, le Comité des assurances est devenu le Comité européen de l'assurance et des pensions de retraite (*European Insurance and Occupational Pensions Committee – EIOPC*), aux compétences réglementaires. Un nouveau Comité européen des contrôleurs de l'assurance et des pensions de retraite (*Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors – CEIOPS*) a également été créé. Dans le domaine des conglomerats financiers, le Comité des conglomerats financiers (*Financial Conglomerates Committee – FCC*), aux compétences réglementaires, a été mis en place en 2003, la création d'un comité de surveillance n'étant pas envisagée. La BCE participe en qualité d'observateur ou de membre ne disposant pas de droit de vote aux comités de réglementation et de surveillance, sauf dans le secteur des assurances. Par conséquent, la BCE sera en mesure de contribuer à l'élaboration de la réglementation et de la surveillance financières de l'UE conformément à ses missions institutionnelles.

2.2 LE SECTEUR BANCAIRE

Dans le domaine de la réglementation bancaire, la révision du dispositif relatif aux exigences minimales en fonds propres et la préparation du Nouvel accord de Bâle se sont poursuivies

¹ Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières, 15 février 2001. Ce rapport est disponible sur le site internet de la Commission européenne.

en 2003. La BCE, qui participe en tant qu'observateur aux comités concernés, a continué de contribuer à l'élaboration du nouveau dispositif.

Au niveau international, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS) a réalisé des avancées considérables dans plusieurs domaines. Tout d'abord, il a finalisé et publié en mai 2003 les résultats de la troisième étude quantitative d'impact (*third quantitative impact study* – QIS3) visant à mesurer l'incidence globale des nouvelles règles sur les exigences minimales en fonds propres des banques. L'étude a été menée auprès de banques de 43 pays, dépassant ainsi largement le cadre des pays représentés dans le CBCB. Ses principales conclusions ont été encourageantes dans la mesure où elles étaient cohérentes avec les objectifs du Comité, consistant à renforcer la sensibilité au risque des exigences en fonds propres tout en laissant pratiquement inchangé le montant global des exigences en la matière. Deuxièmement, le CBCB a mené deux consultations publiques. Le troisième document consultatif a été publié en avril 2003 et les commentaires ont été diffusés en août. La consultation publique a confirmé le vaste soutien accordé à la structure du Nouvel accord de Bâle et la nécessité d'adopter une approche plus sensible aux risques. Une autre consultation publique a été lancée en octobre concernant les propositions de modifications du traitement des pertes de crédit attendues ou non attendues dans le cadre de l'approche fondée sur les notations internes du Nouvel accord. En outre, le CBCB a constaté que de nouvelles améliorations étaient possibles dans les domaines de la titrisation d'actifs, des engagements sur carte de crédit et de certaines techniques de réduction du risque de crédit sur lesquels les travaux se poursuivent. Le troisième domaine dans lequel le CBCB a réalisé des avancées considérables a été l'analyse des problèmes posés par la mise en œuvre du Nouvel accord, qui sera prise en compte également dans la législation nationale.

Ces questions ont été prises en considération de manière accrue par le CBCB dans le cadre des travaux du Groupe pour l'application de l'Accord. Ce Comité a également publié un document définissant des principes de haut niveau relatifs à la mise en œuvre transfrontière des nouvelles normes de fonds propres.

Dans sa réponse au troisième document consultatif publié sur son site internet en septembre 2003, la BCE a confirmé qu'elle soutenait globalement la réforme de Bâle et pris acte des progrès réalisés. Outre sa contribution sur plusieurs aspects techniques, la BCE s'est attachée à des questions méritant une attention particulière, concernant tant la finalisation du Nouvel accord que la mise en œuvre des nouvelles règles, ainsi qu'à la définition des priorités futures. La BCE a accueilli favorablement les propositions visant à traiter les effets procycliques potentiels et souligné que certaines améliorations pouvaient encore être apportées en renforçant les incitations pour les banques à opter pour des stratégies de gestion de risque plus avancées. L'accent a été mis tout particulièrement sur l'importance d'une finalisation et d'une mise en œuvre en temps voulu du Nouvel accord. Dans une optique plus prospective, la BCE a souligné la nécessité d'un suivi étroit du nouveau dispositif afin d'en appréhender pleinement toutes les implications possibles. La BCE a également insisté sur la nécessité de privilégier les travaux relatifs à la comptabilisation et au provisionnement, ainsi qu'à la définition des fonds propres et à la convergence des pratiques de surveillance.

Au niveau de l'UE, la révision du cadre réglementaire d'adéquation des fonds propres conduite dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers (PASF, cf. la section 3 de ce chapitre) a continué de suivre étroitement le processus de réforme de Bâle, tout en prenant en compte les particularités européennes. En juillet 2003, la Commission européenne a publié, dans le cadre d'une consultation publique, un troisième document de travail ainsi

qu'une analyse des résultats pour l'UE de la troisième étude quantitative d'impact. Le champ d'application des nouvelles règles, la spécificité du cadre de l'UE, le traitement des petites et moyennes entreprises (PME) et la pertinence du dispositif pour les banques de petite taille et moins complexes constituent les caractéristiques essentielles de l'environnement de l'UE. Comme celles du CBCB, les conclusions de la Commission européenne concernant l'étude quantitative d'impact, publiées parallèlement avec les propositions faites dans le cadre du troisième document consultatif, ont conforté les principaux objectifs de la réforme. En outre, la Commission européenne a diffusé en avril 2003 deux documents aux fins de consultation, l'un sur le crédit hypothécaire et l'autre sur le traitement des obligations hypothécaires, et publié ensuite les commentaires reçus sur ces deux sujets.

La BCE a fait part de ses commentaires sur les propositions de la Commission européenne concernant la révision du dispositif de fonds propres des banques et des entreprises d'investissement. La BCE a soutenu les travaux entrepris au niveau de l'UE et souligné combien il était important de maintenir la cohérence entre le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres et le cadre révisé de l'UE et de s'assurer qu'ils seraient finalisés et mis en œuvre en même temps.

2.3 LES VALEURS MOBILIÈRES

En 2003, plusieurs initiatives visant à combler les lacunes dans le domaine de la législation relative aux marchés européens de valeurs mobilières et à mettre à jour la réglementation existante ont également sensiblement progressé. La BCE a contribué à l'élaboration des règles applicables dans le contexte des discussions préparatoires au sein des comités compétents de l'UE et dans celui de consultations formelles.

Dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers (PASF), deux directives ont été

adoptées et deux autres sont en voie de finalisation. En janvier 2003, la Directive sur les abus de marché a été adoptée ; elle prévoit une harmonisation des règles visant à lutter contre les opérations d'initiés et les manipulations de marché. En juillet 2003, la Directive sur les prospectus a été adoptée, introduisant un passeport unique pour les émetteurs européens de valeurs mobilières. En mars 2003, la Commission européenne a défini, dans sa proposition de directive sur la transparence financière, des obligations d'information pour les émetteurs européens de valeurs mobilières cotées sur les marchés réglementés. Une position commune a été arrêtée en décembre par le Conseil Ecofin en ce qui concerne la proposition d'une nouvelle directive sur les marchés d'instruments financiers qui remplacerait l'actuelle Directive sur les services d'investissement, datant de 1993.

Dans son avis relatif à cette nouvelle proposition de directive, la BCE a accueilli favorablement les principes à l'origine de la révision du cadre réglementaire. Une mise en œuvre efficace de la directive proposée peut clairement favoriser l'intégration des marchés européens de valeurs mobilières. Plus précisément, en ce qui concerne le nouveau cadre réglementaire relatif à l'exécution des ordres, la BCE a approuvé la proposition de renforcement des règles de transparence comme moyen d'éviter le cloisonnement des marchés et de permettre aux investisseurs de choisir les supports de négociation les plus efficaces. Néanmoins, la BCE a souligné que les nouvelles règles de transparence devaient s'appliquer aux titres de créance ainsi qu'aux actions, et que les moyens d'une comparaison entre tous les prix de marché devaient être fournis aux investisseurs.

2.4 DIVERS

Le cadre comptable de l'UE a été au centre du débat, en raison de l'obligation juridique selon laquelle toutes les sociétés européennes cotées,

y compris les banques, devront présenter des comptes financiers consolidés d'ici à 2005, conformément aux normes comptables internationales (*International Accounting Standards* – IAS). Ce débat intéresse particulièrement la BCE, dans la mesure où les réformes comptables exerceront une incidence profonde sur le secteur bancaire et financier. En outre, l'adoption de normes harmonisées et de qualité élevée fournira une contribution significative à l'intégration et à l'efficacité des marchés financiers de la zone euro.

L'intérêt de la BCE répond également aux préoccupations selon lesquelles le recours accru à la comptabilisation en juste valeur pour les instruments financiers, tel que mentionné dans les propositions IAS, pourrait entraîner des effets notables sur la stabilité financière. Le Conseil des gouverneurs, à la lumière notamment des analyses conduites dans ce domaine depuis 2001, a de nouveau fait part, dans des lettres adressées au Conseil des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Board* – IASB) et à la Commission européenne, de ses préoccupations quant aux implications potentielles, en termes de stabilité financière, de l'application de la comptabilisation en juste valeur à tous les instruments financiers, en particulier au regard de la finalisation de la norme IAS 39 relative à la comptabilisation et à la mesure des instruments financiers.

Enfin, étant donné le nombre croissant des réformes dont font l'objet les structures nationales de surveillance, la BCE a publié, en juin 2003, un rapport intitulé *Developments in national supervisory structures* afin de fournir une « photographie » des principaux changements intervenus récemment dans ce domaine, ainsi que des cadres institutionnels qui en résultent au sein de l'UE et dans les pays adhérents.

3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

Le SEBC est impliqué dans l'intégration des marchés financiers et des infrastructures de marché européens en raison de leur rôle-clé en matière de transmission de la politique monétaire et de stabilité financière et parce que cette intégration devrait contribuer à l'instauration d'une égalité de traitement entre tous les agents, indépendamment de leur localisation au sein de l'UE. De plus, en vertu de l'article 105 du Traité, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, dans le cadre desquelles l'intégration financière occupe une position de premier plan. Ce soutien prend la forme d'une action directe, d'un rôle de catalyseur de l'action collective et d'une contribution à une sensibilisation accrue des agents à la nécessité de l'intégration et aux moyens nécessaires pour y parvenir.

En 2003, la BCE a intensifié son action en vue de contribuer à réaliser une vaste intégration du système financier européen, tant par le biais de ses propres activités qu'en participant aux travaux d'autres instances européennes au sein de divers comités et forums.

LA CONTRIBUTION DE LA BCE À LA STRATÉGIE DE L'UE POUR LES SERVICES FINANCIERS

Le cadre actuel visant à accroître l'intégration et l'efficacité du système financier de l'UE repose sur le Plan d'action pour les services financiers (PASF) de 1999 et sur un processus réglementaire inspiré par le rapport Lamfalussy de 2001. Ce cadre devrait faire, pour la première fois, l'objet d'une évaluation à un haut niveau à l'été 2004.

Comme convenu par les chefs d'État et de gouvernement lors du Conseil européen de Bruxelles en mars 2003, la plupart des mesures législatives initialement envisagées dans le PASF auront été adoptées d'ici avril 2004. On entrera alors dans la période de vacances du Parlement européen et les travaux législatifs seront suspendus. Les travaux sont encore en cours en ce qui concerne plusieurs initiatives

importantes. Le processus Lamfalussy est maintenant étendu à d'autres secteurs financiers (cf. la section 2.1 de ce chapitre). Le succès de la mise en œuvre de l'intégralité du processus Lamfalussy devrait fournir au système financier européen une structure réglementaire plus réactive et efficace qu'actuellement.

Si des progrès fondamentaux ont été réalisés au cours des dernières années, d'importants efforts restent à accomplir pour poursuivre l'intégration du système financier européen. Les nouvelles initiatives récemment lancées par l'UE pour définir la stratégie «de l'après-PASF» nécessiteront une coopération étroite de toutes les parties concernées.

La BCE a été étroitement associée à ces travaux et a présenté son point de vue sous forme d'avis de la BCE, notamment sur la proposition de nouvelle directive sur les marchés d'instruments financiers (cf. également la section 2.3 de ce chapitre), ainsi que dans les divers forums de discussion où les différentes questions ont été débattues. En particulier, la BCE estime que les mesures du PASF fournissent le noyau du cadre législatif du marché unique des services financiers. Le potentiel de poursuite de l'intégration financière dans ce cadre offre des opportunités et pose des défis aux autorités publiques ainsi qu'aux intervenants de marché.

La BCE estime qu'il est important que les autorités publiques mettent en œuvre de façon cohérente les mesures du PASF dans les États membres. L'extension du processus Lamfalussy permettra une plus grande uniformisation des règles techniques à cet égard. Elle devrait contribuer à la mise en place, pour les acteurs des marchés, d'un cadre réglementaire commun qui puisse également être rapidement modifié le cas échéant. De plus, à mesure que l'intégration progressera, les canaux de transmission du risque systémique vont probablement changer, ce qui justifie une

coopération accrue et des échanges d'information entre autorités de surveillance et banques centrales en vue de promouvoir un cadre robuste de surveillance et de stabilité financière.

En complément des initiatives du secteur public, il faut également que les intervenants de marché contribuent davantage à l'intégration financière de l'UE par le biais d'une action collective dans deux principaux domaines. Premièrement, ils doivent participer efficacement au processus de prise de décisions dans le contexte du renforcement des procédures de consultation au niveau de l'UE. Deuxièmement, une action collective des intervenants de marché, éventuellement avec le soutien des autorités publiques, est également nécessaire dans le domaine des conventions de marché et de la normalisation des produits.

LE RÔLE DE LA BCE DANS LE RENFORCEMENT DE LA COOPÉRATION ENTRE PARTICIPANTS DE MARCHÉ

Outre sa coopération avec d'autres autorités publiques, la BCE agit également en partenariat avec le secteur privé pour favoriser une action collective. L'initiative STEP (*Short-Term European Paper*) (groupe d'action sur les titres européens à court terme) et les activités de l'*European Financial Markets Lawyers Group* – EFMLG (groupe des juristes des marchés financiers européens) constituent deux exemples d'implication de la BCE dans des initiatives du secteur privé.

La BCE salue et encourage l'initiative STEP, actuellement menée par un groupe de participants de marché sous les auspices de l'ACI, Association des marchés financiers. Cette initiative vise à intégrer les marchés européens de la dette à court terme, actuellement fragmentés, et à promouvoir leur développement.

Dans le cadre de cette initiative, la BCE a été sollicitée pour assumer les fonctions de coordinateur, rôle comparable à celui qu'elle a

joué lors de la mise en place de l'Eonia. En particulier, la BCE a déjà organisé, à la demande et pour le compte des participants du secteur privé, une consultation publique sur les moyens de poursuivre l'intégration de ce compartiment spécifique.

STEP a entrepris de créer un marché de professionnels intégré *de facto* pour les instruments de la dette à court terme en renforçant la convergence des marchés européens existants. Son objectif consiste à favoriser une convergence des pratiques de marché dans les cadres législatifs européens et nationaux existants au moyen d'une convention de marché. Cette initiative reposerait sur la participation volontaire des émetteurs disposés à satisfaire à certaines conditions spécifiées dans la convention de marché afin d'obtenir un label STEP pour leurs programmes d'émissions. Les conditions précédemment mentionnées ne se substitueraient pas aux réglementations nationales actuelles, ni ne les modifieraient, mais elles complèteraient celles qui existent déjà. Les établissements de crédit, les autres intermédiaires financiers (y compris les émetteurs de titres adossés à des actifs), les entreprises privées et les autorités publiques seraient toutes habilitées à demander le label STEP pour leurs programmes d'émissions.

L'EFMLG, créé en 1999, a pour objectif de promouvoir, après en avoir débattu, les initiatives visant à renforcer l'harmonisation des activités des marchés financiers en Europe (législations et pratiques de marché) à la suite de l'introduction de l'euro. L'EFMLG est constitué de juristes éminents issus d'établissements de crédit de l'Union européenne et sélectionnés sur la base de leurs compétences personnelles. Récemment, l'EFMLG a apporté son soutien et son assistance à l'ACI concernant les aspects juridiques de l'initiative STEP. Le groupe a également abordé la suppression des obstacles juridiques à l'utilisation transfrontière des garanties, les aspects juridiques des dispositifs de compensation dans l'UE, l'harmonisation du

cadre juridique relatif aux droits impliqués par les inscriptions en compte de certains instruments financiers et la dématérialisation des titres, c'est-à-dire le processus d'émission d'un titre dans le cadre d'un système électronique plutôt que l'émission de certificats physiques².

L'ESPACE UNIQUE DE PAIEMENT EN EUROS (SEPA)

En 2002, l'Eurosystème a mis en place un modèle de coopération avec le Conseil européen des paiements (CEP), c'est-à-dire la structure de gouvernance instaurée par le secteur bancaire européen en vue de créer un espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area* – SEPA) dans le cadre duquel les différences entre les niveaux de services relatifs aux paiements nationaux, d'une part, et transfrontières, d'autre part, sont appelées à disparaître d'ici 2010.

La BCE a participé en tant qu'observateur à la réunion plénière du CEP, qui est l'organe de décision du Conseil, ainsi qu'aux groupes de travail sur les espèces, les cartes de paiement, le traitement automatisé de bout en bout (*straight-through processing* – STP) et l'infrastructure. L'Eurosystème a effectué une évaluation officielle des avancées du secteur bancaire sur la voie de l'espace unique de paiement en euros dans un rapport d'étape intitulé *Vers un espace unique de paiement en euros*, publié en juin 2003. Dans ce rapport, l'Eurosystème a exprimé un ferme soutien aux décisions et aux engagements généraux adoptés par le CEP. Le lancement de STEP 2 par l'Association bancaire européenne en avril 2003, projet réalisé en coopération entre les banques commerciales de l'UE et les succursales européennes de banques non résidentes, a constitué une étape importante. STEP 2 est un nouveau système transfrontière de traitement des paiements de masse (fonctionnant actuellement seulement pour les virements) et a été désigné comme le premier prestataire de services d'une chambre de compensation paneuropéenne (*pan-European*

automated clearing house – PE-ACH). La capacité de réception de STEP 2, c'est-à-dire la capacité d'une banque de recevoir un paiement *via* la chambre de compensation paneuropéenne, a été progressivement étendue à toutes les banques de l'UE, ce qui accroît sa part de marché dans les virements à l'intérieur de l'UE.

Toutefois, le rapport d'étape a également établi clairement que si les banques revenaient sur leurs engagements de créer un espace unique de paiement en euros, l'Eurosystème envisagerait, en plus de son rôle de catalyseur, de prendre des mesures réglementaires. L'Eurosystème a spécifiquement souligné l'importance de la mise en œuvre de normes paneuropéennes pour le traitement de bout en bout en tant que condition préalable à l'instauration d'un espace unique de paiement en euros pour tous les instruments de paiement.

Dans le rapport d'étape, l'Eurosystème a dressé une liste d'indicateurs spécifiques (les indicateurs SEPA) qui doivent permettre de mesurer les avancées vers un espace unique de paiement en euros par rapport aux objectifs et étapes prévus par le CEP. Au second semestre 2003, le CEP et l'Eurosystème se sont mis d'accord sur un cadre de déclaration de ces indicateurs, comprenant des rapports trimestriels du CEP à l'Eurosystème. Le premier rapport, fourni fin 2003, a fait apparaître les progrès réalisés dans différents domaines, tels que la mise en œuvre des numéros internationaux de compte bancaire (*International Bank Account Number* – IBAN) et l'introduction d'un dispositif de virement de base, le Credeuro, dont le délai d'exécution garanti est de trois jours.

En octobre 2003, la BCE, en coopération avec le CEP, a organisé un atelier sur l'espace unique de paiement en euros destiné spécifiquement à impliquer les pays adhérents dans ce processus. De plus, des réunions ont été tenues dans le

² Pour de plus amples détails, cf. www.efmlg.org

courant de l'année avec les participants de marché de l'UE dans le cadre du Groupe de contact pour la stratégie en matière de paiements en euros (*Contact Group for Euro Payments Strategy* – COGEPS) sur les questions relatives aux paiements de montant élevé ainsi qu'aux paiements de masse. Tout au long de 2003, l'Eurosystème a également poursuivi une étroite coopération avec la Commission européenne dans le cadre des rôles complémentaires joués par les deux institutions pour favoriser la mise en place de l'espace unique de paiement en euros. Dans ce contexte, la BCE a répondu à la consultation publique lancée par la Commission européenne sur un nouveau cadre juridique pour les paiements dans le cadre du marché intérieur.

recherche relatifs au niveau d'intégration du système financier de la zone euro susceptibles d'être pertinents pour la prise de décision (cf. encadré 10).

LA CONSOLIDATION DE L'INFRASTRUCTURE EUROPÉENNE DANS LE DOMAINE DES TITRES

L'Eurosystème est particulièrement soucieux de l'intégration de l'infrastructure en matière de titres au niveau de l'UE en vue d'assurer une égalité de traitement entre les différents pays. Le processus de consolidation des systèmes de règlement et de compensation de titres de l'UE s'est poursuivi en 2003 avec la fusion entre deux grandes chambres de compensation avec contrepartie centrale, Clearnet et la London Clearing House. La fusion intervenue en 2002 entre les systèmes de règlement de titres Euroclear et CrestCo, assurant le règlement des transactions de bourse émanant de Clearnet et de la London Clearing House, a constitué une étape importante vers un renforcement de l'intégration de l'infrastructure des titres dans l'UE.

LES DONNÉES STATISTIQUES RELATIVES AU DEGRÉ D'INTÉGRATION FINANCIÈRE DANS LE SYSTÈME FINANCIER DE LA ZONE EURO

En 2003, de nouvelles données statistiques ont été fournies pour évaluer le niveau de l'intégration financière dans le système financier de la zone euro. L'encadré 9 décrit certaines des mesures utilisées à cet effet. De plus, l'Eurosystème, avec le soutien d'universitaires, a favorisé les travaux de

Encadré 9

LES MESURES DE L'INTÉGRATION FINANCIÈRE DANS LA ZONE EURO

Plusieurs mesures quantitatives peuvent être utilisées pour déterminer le niveau d'intégration des marchés financiers de la zone euro. Le présent encadré décrit brièvement certaines d'entre elles et mesure le niveau d'intégration observé sur différentes places de la zone euro¹.

Les mesures de l'intégration financière permettent d'évaluer l'incidence des considérations d'ordre géographique sur le prix des instruments financiers et le comportement des participants de marché. Certaines de ces mesures reposent sur la loi du prix unique. Elles examinent si des actifs comparables et disponibles dans les différents pays de la zone euro se négocient au même prix dans toute la zone. D'autres mesures évaluent l'importance relative de facteurs communs à la zone euro dans la fixation du prix des actifs, par opposition aux facteurs spécifiques (notamment les facteurs propres au pays). Enfin, certaines mesures sont utilisées pour quantifier les effets des frictions sur les investissements transfrontières.

En général, la plupart des mesures montrent que les différents marchés financiers présentent des degrés d'intégration encore très divers. Si l'intégration est assez avancée sur de nombreux compartiments du marché monétaire, elle l'est moins sur les marchés des obligations et des actions.

Les rendements des emprunts publics présentant des risques de crédit, des échéances et des caractéristiques d'émission similaires ou, dans certains cas, identiques, n'ont pas encore complètement convergé. Les écarts observés s'agissant de la liquidité des marchés primaire et secondaire ou du degré de développement des marchés dérivés liés aux différents marchés obligataires expliquent peut-être pour partie cette situation.

Sur les marchés des actions, le niveau d'intégration n'est pas particulièrement élevé, même si les rendements des actions sont de plus en plus déterminés par des facteurs communs à la zone euro. Parallèlement, le biais national relatif à la détention d'actions (c'est-à-dire le fait que dans leurs portefeuilles d'actions, les investisseurs semblent largement privilégier les valeurs nationales) a fortement diminué au cours des dernières années. Toutefois, il existe encore un certain nombre d'obstacles importants à la poursuite de l'intégration sur les marchés d'actions. Citons à cet égard les différences de réglementation selon les pays et la fragmentation considérable des systèmes de compensation et de règlement de la zone euro.

Les marchés du crédit demeurent fortement fragmentés. Ainsi, on observe des biais nationaux persistants en ce qui concerne les prêts et les emprunts des sociétés non financières et des ménages. Certains de ces biais nationaux sont « naturels », c'est-à-dire qu'ils s'expliquent par les avantages de la proximité et les asymétries d'informations ; d'autres sont principalement liés à des obstacles réglementaires, tels que les réglementations fiscales, la législation sur la faillite, etc.

1 Pour de plus amples détails concernant ces mesures, cf. l'article intitulé *L'intégration des marchés financiers européens* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2003

LE RÉSEAU DE RECHERCHE SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRE EN EUROPE

En avril 2002, la BCE et le *Center for Financial Studies* (CFS) ont créé un réseau visant à promouvoir les travaux de la recherche sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe. Ce réseau vise à stimuler et à coordonner les recherches d'universitaires et de chercheurs susceptibles d'être pertinentes pour la prise de décision, et qui contribuent de façon importante à la connaissance par la BCE de la structure et de l'intégration actuelles et futures du système financier en Europe et de ses liens avec les systèmes financiers des États-Unis et du Japon. De plus amples informations sont disponibles sur le site internet du réseau (www.eu-financial-system.org). Le premier atelier du réseau a été organisé à la BCE en avril 2002 et consacré à l'établissement d'un programme, permettant d'identifier cinq thèmes prioritaires de recherche : (a) la concurrence bancaire et la portée géographique des activités bancaires ; (b) les choix de portefeuilles internationaux et les liens entre les marchés des actifs de l'Europe, des États-Unis et du Japon ; (c) les marchés obligataires européens ; (d) les systèmes de règlement-livraison de titres européens ; et (e) l'émergence et le développement du financement des « jeunes pousses » et des nouveaux marchés en Europe. En mars 2003, le deuxième atelier, organisé par Suomen Pankki à Helsinki, a traité les deux premiers thèmes. En novembre 2003, le troisième atelier, organisé par la Banque de Grèce à Athènes, a mis l'accent sur le troisième thème, les quatrième et cinquième thèmes de discussions ayant également été abordés¹. Dans le cadre de ce réseau, la BCE a également mis en place le programme de parrainage Lamfalussy (*Lamfalussy Fellowship programme*), du nom du premier président de l'IME. Son objectif est de parrainer de jeunes chercheurs qui effectuent des travaux pertinents sur les thèmes précédemment mentionnés. Un colloque sera organisé à la BCE à Francfort en mai 2004 pour en présenter les principales conclusions après deux années de travaux. Certaines d'entre elles font avant tout apparaître que plusieurs caractéristiques inhérentes aux activités traditionnelles de prêts et de dépôts limitent le développement transfrontière des activités de banque commerciale, même dans une zone monétaire commune. Ensuite, certaines recherches théoriques donnent à penser que les structures de surveillance pourraient exercer des effets sur la poursuite de l'intégration bancaire européenne. En troisième lieu, de plus en plus d'éléments tendent à montrer que l'introduction de l'euro a contribué à une diminution du coût du capital dans la zone euro. En quatrième lieu, une intégration verticale trop forte entre les plates-formes de négociation et de règlement de titres peut constituer une entrave à une consolidation efficace des systèmes de règlement-livraison de titres. Enfin, la mondialisation croissante des activités des entreprises constitue un facteur à l'origine de la corrélation croissante des rendements des actions observée dans le monde entier.

¹ En octobre 2002, la BCE a également organisé la deuxième conférence des banques centrales. Les actes de la conférence sont disponibles sur le site internet de la BCE, cf. V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen, *The transformation of the European financial system*, juin 2003.

La BCE est en train d'élaborer une série d'indicateurs-clés pour mesurer le degré d'intégration du système bancaire de la zone. Ces indicateurs sont construits sur la base de données d'encours trimestrielles fournies par les IFM. Ils fournissent des mesures directes des activités bancaires transfrontières au sein de la zone euro. En plus des mesures traditionnelles de la part de ces activités, ces indicateurs mettent également l'accent sur la répartition de l'activité, le rôle joué par les systèmes bancaires nationaux (en tant que centre de réseaux) et les disparités entre ces systèmes en termes d'accès. Les indicateurs montrent que la part des activités transfrontières est modeste pour les opérations avec la clientèle (cf. encadré 9), alors qu'elle est importante et en augmentation pour le marché interbancaire des dépôts. Il convient toutefois de noter que, s'agissant de la mise en œuvre de leurs activités transfrontières pour ces deux compartiments, les décisions des banques sont de moins en moins liées à la localisation géographique des contreparties au sein de la zone euro.

De nouvelles statistiques harmonisées relatives aux taux d'intérêt des IFM publiées pour la première fois en décembre 2003 permettent de comparer les taux d'intérêt appliqués aux dépôts et prêts par les banques dans la zone euro sur une base harmonisée (cf. la section 4 du chapitre 2). Ces nouvelles statistiques mensuelles contribuent à l'évaluation de la convergence vers un marché unique européen des capitaux pour les dépôts et les prêts et accroîtront la transparence de l'activité bancaire dans la zone euro. Les statistiques financières produites par la BCE comprennent également des indicateurs de prix et de volume des marchés monétaire, obligataire et des actions ainsi que des mesures de la volatilité et de la convergence pour tous les compartiments de marché de la zone euro.

4 LA SURVEILLANCE DE L'INFRASTRUCTURE DE MARCHÉ

L'une des missions statutaires de l'Eurosystème consiste à exercer une surveillance sur les systèmes de paiement et de compensation. Cette fonction vise à assurer que l'organisation générale des flux de paiement au sein de l'économie soit efficace et sûre. En particulier, il convient de réduire le plus possible les risques systémiques liés aux dysfonctionnements des systèmes de paiement et de compensation ou aux effets de contagion en cas de défaillance d'un participant au système.

De plus, l'Eurosystème porte un intérêt général à d'autres infrastructures, utilisées pour le transfert de titres, telles que les systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres, parce que des défaillances survenant au cours du règlement des garanties pourraient compromettre la mise en œuvre de la politique monétaire et le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Les perturbations affectant les systèmes de règlement-livraison de titres peuvent se propager aux systèmes de paiement en raison de l'existence de mécanismes de livraison contre paiement pour le transfert de titres et les paiements en espèces. De la même manière, l'incapacité des contreparties centrales à procéder à la compensation peut empêcher le règlement des opérations sur titres. Dans le contexte de cet intérêt général, la BCE a rencontré, en 2003, l'Association européenne des dépositaires centraux pour débattre des récentes évolutions concernant la fourniture de services de règlement. L'Eurosystème a également discuté de son dispositif de garanties, qui a fait l'objet d'une consultation publique en 2003, ainsi que des évolutions concernant les titres à court terme, les liens relayés³ et les opérations sur titres avec les participants de marché dans le cadre du *Contact Group on Euro Securities Infrastructures* (Groupe de contact sur les infrastructures relatives aux titres en euros). On trouvera des informations détaillées sur l'infrastructure de marché dans la publication de la BCE intitulée *Payment and securities settlement systems in the European Union*

(Systèmes de paiement et de règlement de titres de l'Union européenne) également appelée « Livre Bleu » (*Blue book*)⁴.

La fonction de surveillance de l'Eurosystème couvre tant les systèmes d'échanges de paiements de montants très importants (« systèmes de paiement de montant élevé ») et les fournisseurs de réseau sur lesquels reposent ces systèmes que les services de paiements de masse et toute activité susceptible d'exercer une incidence sur le bon fonctionnement des paiements dans la zone euro.

4.1 LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ

LE SYSTÈME *TARGET*

Le rôle de surveillance de l'Eurosystème s'étend à tous les systèmes de paiement en euros, y compris ceux qui sont gérés par l'Eurosystème lui-même, comme le système *Target* (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*). Les normes minimales de surveillance appliquées à ce dernier sont aussi strictes que celles appliquées aux systèmes de paiement gérés par le secteur privé.

Le cadre défini par le Conseil des gouverneurs début 2003 pour la surveillance de *Target* comporte deux principaux objectifs opérationnels. En premier lieu, les autorités de surveillance de *Target* (c'est-à-dire les BCN pour les composantes nationales et la BCE pour l'EPM) doivent réexaminer les différents

3 Avec un lien relayé, un système de paiement et de règlement de titres n'est plus obligé d'établir un lien avec chacun des autres systèmes, mais peut se contenter d'établir un lien avec un système de paiement et de règlement de titres connecté avec les autres systèmes, qui sert d'intermédiaire.

4 En septembre 2003 la BCE a publié un additif au « Livre bleu », présentant des données sur les quinze États membres de 1997 à 2001. Cette publication a été préparée en coopération avec les BCN. En outre, un séminaire de deux jours destiné aux banquiers centraux et intitulé *Payment and securities settlement systems* (Systèmes de paiement et de règlement de titres) s'est tenu à la BCE le même mois.

aspects du système et évaluer sa conformité avec les «Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique»⁵ adoptés par le Conseil des gouverneurs en 2001 en tant que base de sa politique de surveillance des systèmes de paiement d'importance systémique. En deuxième lieu, les autorités de surveillance sont tenues d'informer les services concernés de la BCE et le Conseil des gouverneurs des résultats de cette évaluation de sorte que, le cas échéant, des mesures soient définies et mises en œuvre pour assurer une pleine conformité avec les Principes fondamentaux.

En 2003, les autorités de surveillance de *Target* en ont évalué toutes les composantes à l'aune des Principes fondamentaux⁶. Dans l'ensemble, les résultats de cette évaluation ont été positifs, bien que des points susceptibles d'être améliorés aient été mis en évidence. Ces résultats seront rendus publics.

EURO 1

L'Association bancaire pour l'euro (ABE) est une structure de coopération entre banques commerciales ayant leur siège ou des succursales dans un pays de l'UE. L'ABE a créé EURO 1, système multilatéral de paiement de montant élevé à l'échelle de l'UE pour les virements en euros. En avril 2003, l'ABE a mis en place un nouveau système transfrontière de paiement de masse appelé «STEP 2» (cf. également la section 3 de ce chapitre). Les règlements de STEP 2 sont effectués dans EURO 1, ce qui a nécessité certaines modifications techniques de ce dernier. En novembre 2003, l'ABE a également introduit une nouvelle fonction, le *Flexible Settlement Mechanism* (mécanisme de règlement flexible), qui permet aux banques de régler leurs positions STEP 2 dans EURO 1 sans qu'il leur soit nécessaire de devenir des membres directs/actionnaires de EURO 1.

En tant qu'autorité de surveillance de EURO 1, la BCE a évalué les modifications à apporter au système pour le rendre conforme aux principes

fondamentaux. La BCE n'a trouvé que des sujets de préoccupation mineurs, sans incidence significative sur la sécurité et l'efficacité de EURO 1. Elle traitera ces questions en coopération avec l'ABE en temps utile.

LE SYSTÈME CLS (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM)

Le système CLS est un mécanisme conçu pour le règlement simultané, définitif et irrévocable des opérations de change. Avant l'introduction de CLS, les deux volets d'une opération étaient réglés séparément. En cas de défaillance, le risque systémique était élevé en raison du décalage temporel habituel entre le règlement des deux volets de l'opération. La mise en place du système CLS constitue une réponse du marché aux pressions exercées par les banques centrales pour la réduction du risque de règlement dans les opérations de change (risque «Herstatt»)⁷. La BCE exerce une double fonction à l'égard de CLS. Elle participe à la surveillance du système et fournit des services de règlement. La surveillance de CLS est effectuée en coopération étroite entre les banques centrales du G10, le Système fédéral de réserve assurant, en tant que *lead overseer*, la coordination de la surveillance.

En septembre 2002, CLS a démarré ses activités de règlement des opérations de change dans sept grandes monnaies sur la base d'un

5 Rapport du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement intitulé *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* (BRI, Bâle, janvier 2001). Ce rapport comprend également un bref exposé des responsabilités des banques centrales à cet égard. Aux termes de la Responsabilité B les banques centrales doivent assurer la conformité aux principes fondamentaux de tous les systèmes de paiement d'importance systémique qu'elles gèrent.

6 Dans le cadre de la même évaluation, les autorités de surveillance ont également examiné la conformité aux principes fondamentaux des autres systèmes de paiement de montant élevé en euros, à savoir le Paris Net Settlement (PNS) français, le système finlandais Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS), et le système espagnol Servicio de Pagos Interbancarios (SPI).

7 La BCE coopère avec les autres banques centrales du G10 en matière de surveillance et plus spécifiquement en ce qui concerne les infrastructures de règlement présentant une importance systémique, dont le bon fonctionnement est d'importance vitale au-delà de la zone euro.

mécanisme de paiement contre paiement⁸. En septembre 2003, quatre devises supplémentaires ont été admises dans la liste des monnaies éligibles⁹. Après le démarrage des activités, les banques ont rapidement accru les montants et les volumes réglés par le système. En décembre 2003, CLS a réglé, en moyenne, 37 000 opérations par jour pour un montant de 550 milliards de dollars. Après le dollar américain, l'euro est la deuxième principale devise réglée dans ce système, avec une part d'environ un quart des paiements bruts.

Le mécanisme de paiement contre paiement permet au système CLS de limiter considérablement le risque de règlement dans les opérations de change. L'Eurosystème se félicite de ce facteur de réduction des risques. Toutefois, le système CLS introduit également un certain degré de risque de liquidité dans la mesure où les banques sont tenues d'effectuer des paiements importants dans une plage horaire spécifique (entre 7 heures et 12 heures (heure d'Europe centrale)), et risquent donc, en cas de dysfonctionnement du système, de ne pas recevoir comme prévu les devises correspondantes. Les banques ont jusqu'ici traité de façon satisfaisante ces besoins de liquidité. Leurs procédures de gestion de la liquidité semblent bien adaptées, de sorte que la demande de liquidité nécessaire pour effectuer les *pay-ins* dans CLS n'a pas exercé d'incidence négative sur l'ensemble du marché¹⁰.

SWIFT

SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) est une structure coopérative créée et détenue par des banques, qui gère un réseau destiné à faciliter les échanges de messages de paiement et autres messages financiers entre institutions financières dans le monde entier. La BCE participe à la surveillance de SWIFT, qui est effectuée en coopération entre banques centrales du G10, la Banque nationale de Belgique assurant, en tant que *lead overseer*, la coordination de la surveillance du système.

En plus de l'attention portée à la résistance de SWIFT aux crises, les autorités de surveillance se sont intéressées tout particulièrement au passage à une nouvelle génération de réseau (la migration SWIFTNet), qui doit être achevé d'ici fin 2004. SWIFT a informé régulièrement les autorités de surveillance de l'état d'avancement de ce projet, de tout incident et de toute proposition de modification du programme de migration SWIFTNet.

LES ACTIVITÉS DE BANQUE CORRESPONDANTE

Les banques disposent fréquemment de mécanismes leur permettant de se fournir mutuellement des services de paiements et autres services connexes, en particulier pour les paiements transfrontières. Ces dispositifs sont qualifiés d'activités de banque correspondante (*correspondent banking*). Dans l'UE, les activités de banque correspondante en euros sont fortement concentrées sur un petit nombre d'acteurs. Selon une étude récente de la BCE portant sur un échantillon de banques de l'UE, le décile supérieur des banques déclarantes représentait près de 80 % du montant (34 % du volume) des paiements en euros déclarés au titre des activités de banque correspondante. On observe même certains indices de concentration accrue de ces activités.

À ce stade, l'Eurosystème estime que ce degré élevé de concentration ne présente pas de risque systémique immédiat, la part de l'activité de banque correspondante ne constituant qu'une fraction réduite de l'ensemble des flux de paiement en euros. Les flux de paiement sont pour l'essentiel effectués *via* des systèmes de virements interbancaires (par exemple *Target*).

8 Ces monnaies sont le dollar des États-Unis, l'euro, le yen, la livre sterling, le franc suisse, le dollar canadien et le dollar australien.

9 Il s'agit de la couronne danoise, de la couronne suédoise, de la couronne norvégienne et du dollar de Singapour.

10 Les besoins de financement moyens sont de l'ordre de plusieurs centaines de millions d'euros. Les *pay-ins* les plus importants s'élèvent en moyenne à 1 milliard d'euros, alors que le *pay-in* jusqu'ici le plus élevé effectué par une banque a été de 5,9 milliards. Aucun de ces *pay-ins* n'a eu d'incidence négative sur les marchés monétaires de l'euro.

Toutefois, l'Eurosystème, étant intéressé à la stabilité de l'ensemble du système financier, continuera de suivre attentivement les évolutions de ce domaine d'activité spécifique.

4.2 LES SERVICES DE PAIEMENT DE MASSE

LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MASSE

Aux fins de mener à bien sa mission statutaire de promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement, l'Eurosystème a également affiné son orientation stratégique dans le domaine des systèmes de paiement de masse.

À l'issue d'une consultation publique lancée en 2002, le Conseil des gouverneurs a adopté le 26 juin 2003 les « Normes de surveillance applicable aux systèmes de paiement de masse en euros » disponibles, avec le communiqué de presse correspondant, sur le site internet de la BCE. Ces normes sont fondées sur les Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique. L'adoption de normes dans ce domaine vise à promouvoir la sécurité et l'efficacité dans ce secteur ainsi qu'à assurer la surveillance harmonisée des systèmes de paiement de masse dans la zone euro.

Ces normes fournissent des indicateurs permettant d'effectuer une ventilation entre systèmes d'importance systémique, systèmes présentant une grande importance et autres systèmes de paiement de masse. Tous les principes fondamentaux seront appliqués aux systèmes d'importance systémique, alors que six d'entre eux seulement s'appliqueront aux systèmes présentant une grande importance. Les autres systèmes de paiement de masse devront se conformer aux autres normes applicables (par exemple les normes de l'Eurosystème pour les dispositifs de monnaie électronique¹¹ ou les normes adoptées au niveau national).

LES SYSTÈMES DE MONNAIE ÉLECTRONIQUE

L'approche commune de surveillance de la monnaie électronique de l'Eurosystème a été présentée dans le rapport intitulé *Electronic money system security objectives* (Objectifs relatifs à la sécurité des systèmes de monnaie électronique), en mai 2003. Ces objectifs devront garantir la fiabilité et la sécurité technique globales de ces dispositifs et renforcer la confiance du public dans ces derniers. Ces objectifs visent également à assurer l'égalité de traitement des différents systèmes d'un point de vue réglementaire. Tous les dispositifs de monnaie électronique concernés seront évalués par rapport à ces normes par les BCN courant 2004.

LES PAIEMENTS ÉLECTRONIQUES

Au cours des dernières années, l'utilisation croissante des nouvelles technologies de communication et la nécessité de mécanismes spécifiques de paiement destinés au commerce électronique ont offert à de nouveaux intermédiaires la possibilité de faciliter l'envoi et le traitement d'instructions de paiement. Parallèlement, les banques ont également développé de nouveaux dispositifs permettant aux clients d'accéder à leur compte et d'initier des ordres de paiement¹². La BCE vise à fournir un forum de coopération entre parties prenantes ainsi que des analyses et des statistiques destinées à soutenir les efforts des marchés pour continuer à développer des mécanismes de paiement plus efficaces et plus sûrs. Ses activités de surveillance vis-à-vis des prestations de paiements *via* internet et les réseaux de téléphonie mobile seront au départ axées sur la sécurité des instruments et systèmes correspondants. C'est dans cette optique qu'en mai 2003, la BCE a repris en charge l'Observatoire des systèmes de

¹¹ *Report on electronic money* (Rapport sur la monnaie électronique) août 1998, *Electronic money system security objectives* (Objectifs relatifs à la sécurité des systèmes de monnaie électronique), mai 2003

¹² Pour de plus amples détails, cf. l'article intitulé *L'évolution vers un traitement entièrement électronique des paiements en Europe* du *Bulletin mensuel* de mai 2003

paiements électroniques (*electronic Payment Systems Observatory* – ePSO). Le projet ePSO avait initialement été lancé en 2000 sous les auspices de la Commission européenne. Il s'agit d'un site internet utilisé pour partager l'information sur les systèmes et instruments de paiement électronique innovants (www.e-pso.info) qui comporte un forum électronique de discussion, une liste des systèmes de paiement électronique et des articles d'actualité relatifs à ces paiements.

4.3 LES SYSTÈMES DE COMPENSATION ET DE RÈGLEMENT DE TITRES

L'Eurosystème a jusqu'ici assuré deux fonctions s'agissant des systèmes de compensation et de règlement de titres. Premièrement, le Conseil des gouverneurs examine la conformité des systèmes de règlement de titres aux normes spécifiques d'utilisation¹³. Ces normes ont été établies en janvier 1998 en vue d'atténuer les risques encourus par l'Eurosystème lors de la conduite de ses opérations de politique monétaire. En outre, l'Eurosystème coopère avec les autres autorités responsables de la régulation et de la surveillance des systèmes de compensation et de règlement de titres au niveau de l'UE. Des contributions au groupe Giovannini, forum d'experts financiers qui conseille la Commission européenne sur les questions financières, ont été effectuées et figurent dans le deuxième rapport Giovannini¹⁴. En ce qui concerne la coopération internationale, la BCE a également participé à des projets engagés par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) en vue d'élaborer des recommandations destinées aux contreparties centrales. Enfin, la BCE a participé activement au rapport du CSPR intitulé *Report on the role of central bank money in payment systems* (Rapport sur le rôle de la monnaie de banque centrale dans les systèmes de paiement)¹⁵.

L'ÉVALUATION DES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT DE TITRES

L'Eurosystème évalue chaque année les systèmes de règlement de titres éligibles pour le règlement de ses opérations de crédit. Ces évaluations ont pour objectif de limiter les risques auxquels il est exposé au cours du processus de règlement. Les critères utilisés pour ces évaluations figurent dans le rapport intitulé *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations* (Normes pour l'utilisation des systèmes de règlement de titres de l'Union européenne dans le cadre des opérations de crédit du SEBC) qui a été approuvé par l'IME en novembre 1997 et qui comprend neuf normes.

Dans le cadre de l'exercice réalisé en 2003, vingt-deux systèmes ont été évalués (y compris quatre systèmes situés dans les trois pays de l'UE qui n'ont pas encore rejoint la zone euro). Dans l'ensemble, les systèmes évalués étaient conformes aux normes. Toutefois, dans certains cas, des améliorations sont encore nécessaires pour parvenir à une totale conformité. L'Eurosystème prend acte et assure le suivi des progrès réalisés par les opérateurs des systèmes pour améliorer la conformité aux normes. Les opérateurs se sont ainsi efforcés d'accroître la fiabilité opérationnelle en mettant spécifiquement l'accent sur la continuité d'exploitation dans l'éventualité d'un sinistre. Certains systèmes ont accru le nombre de sites de secours et renforcé les dispositifs de sauvegarde. De plus, dans certains pays, des modifications ont été apportées au cadre juridique aux fins d'améliorer la sécurité juridique des systèmes. Enfin, des efforts ont été fournis pour réduire le risque de révocation

13 En l'absence de normes de surveillance harmonisées au niveau de l'UE, les normes d'utilisation retenues pour l'examen de la conformité sont, *de facto*, les normes appliquées aux systèmes de règlement de titres et sont par conséquent traitées dans ce chapitre. Toutefois, les normes d'utilisation n'ont pas vocation à devenir des normes exhaustives de contrôle ou de surveillance des systèmes de règlement de titres.

14 Deuxième rapport du groupe Giovannini intitulé *EU Clearing and Settlement Arrangements* (Les dispositifs de compensation et de règlement transfrontière dans l'UE), Bruxelles, avril 2003, publié sur le site internet de la Commission européenne à l'adresse suivante : www.europa.eu.int

15 BRI, août 2003

lié au règlement des opérations sur une base nette.

LA COOPÉRATION AVEC LE COMITÉ EUROPÉEN DES RÉGULATEURS DES MARCHÉS DE VALEURS MOBILIÈRES (CERVM)

En 2001, le Conseil des gouverneurs a approuvé un cadre de coopération relatif aux systèmes de compensation et de règlement de titres entre le SEBC et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM). En particulier, un groupe de travail composé d'un représentant de chaque banque centrale du SEBC et de tous les régulateurs des marchés de titres faisant partie du CERVM a été créé.

Les travaux du groupe ont porté principalement sur l'élaboration de normes européennes de compensation et de règlement, sur la base des recommandations du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSPR – OICV) (*Committee on Payment and Settlement Systems and the International Organization of Securities Commissions* (CPSS – IOSCO)). Dans le cadre de l'élaboration de ces normes, le groupe de travail a également pris en compte la nécessité de supprimer les entraves à l'efficacité des processus de compensation et de règlement transfrontières au sein de l'UE, conformément aux prescriptions des rapports du Groupe Giovannini précédemment mentionnés.

En 2003, le groupe de travail a finalisé un rapport consultatif présentant une série de dix-neuf normes visant à accroître la sécurité, la robustesse et l'efficacité des systèmes de compensation et de règlement de titres dans l'UE. Une consultation publique sur ces normes a été menée conjointement par le SEBC et le CERVM.

Dans ce rapport, le groupe de travail a cherché à adopter une approche fonctionnelle, c'est-à-dire à appliquer les normes à toutes les fonctions liées aux activités de compensation et de règlement de titres, sans préjudice du statut juridique des institutions exerçant ces

fonctions. Les futures normes SEBC-CERVM s'appliqueront donc aux infrastructures des marchés de titres et, en particulier, aux contreparties centrales et aux dépositaires centraux nationaux et internationaux de titres. Il est envisagé d'appliquer également certaines normes aux principales banques jouant le rôle de conservateur (« conservateurs d'importance systémique ») qui exercent une grande activité dans le domaine de la compensation et du règlement. Comme il convient de prévenir les distorsions en matière d'identification des entités « d'importance systémique », la consultation publique a intégré un questionnaire spécifique sur le caractère approprié de l'inclusion des conservateurs et sur les modalités d'identification des principaux conservateurs. Les résultats de la consultation publique ont été publiés sur les sites internet de la BCE et du CERVM. Le rapport sur les normes SEBC-CERVM devrait être finalisé à la mi-2004.



CHAPITRE 4

LES QUESTIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES

I LES QUESTIONS EUROPÉENNES

En 2003, la BCE a poursuivi ses relations avec les institutions et organes de la Communauté. Des représentants de la BCE ont participé aux réunions du Conseil Ecofin lorsque celui-ci a délibéré sur des questions ayant trait aux missions et aux objectifs du SEBC. Le président du Conseil Ecofin et le Commissaire compétent ont également fait usage de leur droit de participer aux réunions du Conseil des gouverneurs lorsqu'ils le jugeaient approprié. Le président de la BCE et les gouverneurs des BCN ont participé à deux réunions informelles du Conseil Ecofin qui se sont tenues, respectivement, à Athènes (Grèce) en avril et à Stresa (Italie) en septembre. Le président de la BCE a également participé régulièrement aux réunions de l'Eurogroupe, qui demeure un forum particulièrement important pour un dialogue politique ouvert et informel entre la BCE, les ministres des Finances des pays de la zone euro et la Commission. En outre, la BCE a continué de participer au Dialogue macroéconomique semestriel, qui réunit des représentants des États membres, de la Commission, de la BCE, des banques centrales des pays ne faisant pas partie de la zone euro et des partenaires sociaux au niveau de l'UE.

En plus des relations au niveau politique, des représentants de la BCE, experts et opérationnels de haut niveau, ont continué de participer aux réunions de divers organes européens, y compris, plus particulièrement, aux réunions du Comité économique et financier (CEF), du Comité de politique économique (CPE) et du Comité des services financiers (CSF), créé récemment. La BCE a suivi de près au niveau européen l'ensemble des discussions utiles pour l'accomplissement de ses missions, en prenant part, en particulier, aux discussions relatives au projet de Traité instituant une Constitution pour l'Europe (projet de Constitution), aux Grandes orientations des politiques économiques et au Pacte de stabilité et de croissance.

I.1 LES QUESTIONS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

UNE CONSTITUTION POUR L'EUROPE

En juillet 2003, la Convention européenne sur l'avenir de l'Europe (Convention) a mis au point un projet de Constitution et l'a transmis au Conseil européen. Conformément à l'article 48 du Traité sur l'Union européenne (TUE), la présidence italienne du Conseil a réuni une conférence intergouvernementale (CIG) en vue de débattre et d'adopter officiellement les modifications aux traités existants. La CIG a commencé ses travaux en octobre. À la réunion du Conseil européen des 12 et 13 décembre 2003, les chefs d'État ou de gouvernement n'ont pu parvenir à un accord global sur ce projet de Constitution. Le Conseil européen a invité la présidence irlandaise à faire une évaluation des perspectives de progrès et à en faire rapport au Conseil européen en mars 2004.

La BCE a suivi de très près les progrès de la Convention et de la CIG et a contribué aux délibérations concernant des questions relevant des tâches et de la mission de la BCE et du SEBC. Parmi ces contributions figurent deux lettres envoyées par le président de la BCE au président de la Convention, en mai et juin 2003, afin de transmettre des suggestions du Conseil des gouverneurs en vue d'apporter des améliorations aux projets préliminaires de la Constitution. Les deux lettres ont été publiées sur le site internet de la BCE.

Au cours de l'été 2003, la présidence italienne du Conseil a transmis le projet de Constitution de la Convention au Conseil en tant que proposition officielle d'amendement aux Traités et a formellement invité la BCE à émettre un avis. La compétence de la BCE à émettre un avis est fondée sur l'article 48 du TUE, qui prévoit que la BCE doit être consultée dans le cas de modifications institutionnelles dans le domaine monétaire. Le 19 septembre, la BCE a remis son avis à la présidence du Conseil¹. Dans cet avis, la BCE a estimé que le

1 CON/2003/20, JO C 229, 25.09.2003

projet de Constitution simplifiait, allégeait et clarifiait le cadre juridique et institutionnel de l'Union européenne. Elle réaffirmait sa conviction que le transfert nécessaire, du traité actuel à la Constitution, des dispositions sur la BCE et le SEBC n'entraînerait aucune modification de fond de leurs tâches, de leur mission, de leur statut et de leur régime juridique. Attachant une grande importance à la stabilité institutionnelle et opérationnelle dans le domaine monétaire, la BCE signalait également qu'elle était attentive au fait qu'une nouvelle Constitution avait nécessairement des incidences sur le cadre institutionnel. Toutefois, elle considérait que les ajustements et mises à jour prévus par le processus constitutionnel n'influaient pas sur cette stabilité.

Malgré cette évaluation globalement positive, l'avis de la BCE relevait certains articles du projet de Constitution, importants pour l'exercice des tâches et fonctions de la BCE et du SEBC, qui méritaient quelques éclaircissements et amendements.

Les principales suggestions de la BCE consistaient à introduire une référence à la « croissance non inflationniste » ou à la « stabilité des prix » dans l'article I-3 (3) sur les objectifs de l'Union, à clarifier le statut de la BCE dans le cadre institutionnel, à ajouter une référence au SEBC et à l'Eurosystème dans l'en-tête de l'article I-29 traitant de la BCE, de l'Eurosystème et du SEBC, à reconnaître l'indépendance des BCN dans cet article, à introduire une référence au terme largement reconnu d'« Eurosystème » dans le projet de Constitution et à ajouter une référence explicite aux responsabilités du SEBC dans l'article III-90 sur la représentation extérieure de l'euro.

Un point précis a donné lieu à une intervention formelle de la BCE dans les négociations de la CIG. La présidence du Conseil avait proposé d'étendre considérablement la procédure de révision simplifiée en vigueur pour les changements à apporter à l'article 10.2 des statuts du SEBC (pour plus de détails concernant la procédure actuelle, cf. le

chapitre 8). La nouvelle procédure aurait couvert tout changement aux dispositions fondamentales régissant les organes de décision de la BCE et aurait permis que des modifications soient introduites sans ratification par les États membres. Dans une lettre du 26 novembre 2003, adressée au président du Conseil de l'UE, le président de la BCE a signalé que le Conseil des gouverneurs éprouvait de graves inquiétudes concernant cette proposition, la considérant comme une modification fondamentale apportée à la constitution existante du SEBC. À la suite de cette démarche, la présidence du Conseil a décidé de retirer la proposition.

LES GRANDES ORIENTATIONS DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES POUR 2003

Les Grandes orientations des politiques économiques adoptées en 2003 par le Conseil Ecofin préconisent non seulement le maintien de finances publiques saines, mais mettent également fortement l'accent sur les réformes structurelles. Conformément à la stratégie de Lisbonne, les États membres sont invités à poursuivre des politiques visant à intégrer les marchés de capitaux et à accroître la concurrence sur les marchés de biens et de services. En plus de recommandations destinées à améliorer le fonctionnement des marchés du travail grâce à des accords salariaux raisonnables et des régimes efficaces de prélèvements obligatoires et de prestations sociales, les Grandes orientations des politiques économiques accordent une attention particulière à la viabilité à long terme des finances publiques, compte tenu du vieillissement de la population dans l'UE. Sur le plan de la procédure, les Grandes orientations des politiques économiques pour 2003 ont été adoptées pour la première fois pour une période de trois ans, allant de 2003 à 2005 (comme les Lignes directrices pour l'emploi). Cette nouvelle procédure reflète le souhait d'accorder une plus grande attention à la mise en œuvre des politiques, plutôt qu'à l'adoption fréquente de nouvelles orientations.

La BCE a pris part aux discussions sur les Grandes orientations des politiques

économiques par le biais de sa participation au CEF et au CPE. Dans ce contexte, la BCE s'est réjouie de l'accent mis, dans les orientations, sur les politiques macroéconomiques et les réformes structurelles axées sur la stabilité, ainsi que de l'importance accrue accordée à leur mise en œuvre. Dans ses déclarations publiques et ses publications, la BCE a constamment insisté sur le fait que la mise en œuvre de réformes structurelles devait être accélérée afin de renforcer le potentiel de croissance de la zone euro. La BCE a cherché, en particulier, à accroître la prise de conscience de la nécessité de réformer les marchés du travail et d'intégrer les marchés financiers (cf. également l'encadré 5).

LE RAPPORT DU CONSEIL ECOFIN SUR LE RENFORCEMENT DE LA COORDINATION DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

En réponse à une demande du Conseil européen, la Commission a présenté, en novembre 2002, des propositions visant à renforcer la coordination des politiques budgétaires. Le Conseil Ecofin a ensuite examiné les propositions de la Commission et adopté, en mars 2003, son propre rapport intitulé *Renforcer la coordination des politiques budgétaires*. Dans son rapport, le Conseil Ecofin a estimé, comme la Commission, qu'il n'était pas nécessaire de modifier le Traité ou le Pacte de stabilité et de croissance, ni d'introduire de nouveaux objectifs ou de nouvelles règles budgétaires. De même, le Conseil Ecofin a partagé l'avis de la Commission selon lequel il existait des domaines pour lesquels la mise en œuvre pouvait être améliorée. Ainsi, le Conseil Ecofin a estimé que, si la surveillance des soldes nominaux continuait à être essentielle, le respect de la disposition du Pacte de stabilité et de croissance concernant la réalisation d'un solde proche de l'équilibre ou en excédent devait être évalué en données corrigées des variations conjoncturelles. En outre, le Conseil Ecofin a considéré que, dans l'évaluation des politiques budgétaires des États membres, il convenait de tenir compte des conditions spécifiques à chaque pays, telles que la qualité et la viabilité à long terme des finances

publiques et la marge de sécurité nécessaire en vue d'éviter un dépassement de la valeur de référence de 3 % du PIB retenue pour le déficit. Le Conseil Ecofin a également insisté sur le fait que les pays dont le déficit ne respecte pas l'exigence du Pacte de stabilité et de croissance d'une situation budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent doivent améliorer leur solde budgétaire corrigé des effets du cycle. Dans ce contexte, le Conseil Ecofin a rappelé l'accord de l'Eurogroupe du 7 octobre 2002 selon lequel les pays de la zone euro dont le déficit ne satisfait pas la condition d'un solde budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent devaient réduire leur déficit structurel d'au moins 0,5 % du PIB par an.

Tout au long des discussions relatives aux propositions de la Commission, la BCE a souligné que les règles et procédures du Pacte de stabilité et de croissance fournissaient un cadre approprié pour les politiques budgétaires dans l'UEM. La BCE a dès lors soutenu entièrement le point de vue du Conseil Ecofin selon lequel des modifications au Pacte de stabilité et de croissance n'étaient pas justifiées.

LA MISE EN ŒUVRE DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

En 2003, la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance a traversé une phase critique. Dans un environnement économique moins favorable que prévu, les États membres qui n'étaient pas parvenus à enregistrer des soldes budgétaires sains au cours de la reprise précédente, ont éprouvé de plus en plus de difficultés à respecter la valeur de référence de 3 % du PIB pour le déficit et, dans certains cas, étaient déjà considérés comme y ayant échoué. En 2002, le Conseil Ecofin avait décidé qu'un déficit excessif existait au Portugal et émis une recommandation pour que ce pays mette fin à cette situation pour 2003 au plus tard. En 2003, la procédure de déficit excessif pour le Portugal a été suspendue dans l'attente de cette correction (cf. l'encadré 11 pour un aperçu de la procédure de déficit excessif).

LA PROCÉDURE CONCERNANT LES DÉFICITS EXCESSIFS

La procédure concernant les déficits excessifs définit les étapes à suivre pour évaluer un déficit, décider si celui-ci est excessif et assurer sa correction en temps voulu. Elle est fondée sur l'article 104 du Traité et sur le Règlement du Conseil (CE) n° 1467/97 du 7 juillet 1997, visant à accélérer et clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs. Celle-ci fait partie du Pacte de stabilité et de croissance.

Lorsque le rapport entre le déficit public, prévu ou effectif, et le PIB dépasse la valeur de référence de 3 % et que ce dépassement n'est ni faible ni temporaire, ou si le rapport de la dette publique au PIB dépasse la valeur de référence de 60 % et ne diminue pas à un rythme satisfaisant, la Commission prépare un rapport. Le CEF rend un avis sur ce dernier et, si la Commission estime qu'il y a un déficit excessif, elle adresse un avis au Conseil Ecofin. Sur la base d'une recommandation de la Commission, le Conseil Ecofin décide s'il y a ou non un déficit excessif. Si l'existence d'un tel déficit est constatée, le Conseil Ecofin adresse des recommandations pour que l'État membre concerné le corrige et fixe un délai de quatre mois au maximum pour l'adoption, par l'État membre, de mesures correctrices. Le Conseil Ecofin fixe également un délai pour la correction du déficit excessif, laquelle devrait être terminée au cours de l'année suivant l'identification du déficit, à moins de circonstances spéciales. Si l'État membre adopte les mesures recommandées, la procédure est suspendue et la Commission ainsi que le Conseil Ecofin surveillent leur mise en œuvre. Si les mesures ne sont pas adoptées, le Conseil Ecofin en prend acte dans une décision et, dans le mois qui suit, met en demeure l'État membre de prendre des mesures en vue de réduire le déficit. Le contenu de la mise en demeure peut différer ou non de celui de la recommandation qui a précédé, en fonction des évolutions qui se sont produites entre-temps. Si ces mesures sont adoptées, la procédure est de nouveau suspendue et la Commission, ainsi que le Conseil Ecofin, surveillent leur mise en œuvre. Si, toutefois, les mesures nécessaires ne sont pas adoptées dans un délai qui ne doit pas excéder deux mois, comme fixé par le Conseil Ecofin, celui-ci prend une décision en vue d'imposer des sanctions. Lorsque le Conseil Ecofin décide d'imposer des sanctions, en principe, un dépôt sans intérêt est requis. Si le déficit excessif n'est pas corrigé après deux ans, le dépôt est en principe converti en amende.

En résumé, la procédure de déficit excessif comprend trois étapes principales. Premièrement, une décision constate l'existence d'un déficit excessif et des recommandations sont transmises par le Conseil Ecofin à l'État membre en question. Deuxièmement, une mise en demeure est adressée par le Conseil Ecofin à l'État membre pour qu'il prenne des mesures en vue de réduire le déficit. Troisièmement, des sanctions sont prises. S'il apparaît, à un moment donné, que les mesures adoptées par l'État membre ne sont pas mises en œuvre ou ne sont pas suivies d'effets, le Conseil Ecofin passe à l'étape suivante de la procédure. Le fait que des sanctions puissent être imposées constitue l'incitation ultime pour que l'État membre corrige rapidement son déficit excessif.

En janvier 2003, le Conseil Ecofin a adopté une décision sur l'existence d'un déficit excessif en Allemagne et émis une recommandation pour que ce pays mette fin à cette situation. Le Conseil Ecofin a recommandé aux autorités allemandes d'adopter les mesures correctrices prévues dans leurs plans budgétaires à hauteur de 1 % du PIB en 2003, et de corriger le déficit excessif le plus rapidement possible et au plus tard en 2004.

Les chiffres relatifs aux déficits et aux dettes publics certifiés par Eurostat en mars 2003 ont ensuite montré que le déficit budgétaire de la France dépassait également la valeur de référence de 3 % du PIB en 2002. Par conséquent, en juin 2003, le Conseil Ecofin a adopté une décision sur l'existence d'un déficit excessif en France et émis une recommandation pour que ce pays mette fin à cette situation. Le Conseil Ecofin a recommandé aux autorités françaises de réaliser une amélioration du déficit ajusté du cycle en 2003 nettement plus importante que ce qui était alors prévu et de corriger le déficit excessif le plus rapidement possible et au plus tard en 2004.

Compte tenu de la persistance d'évolutions budgétaires défavorables en France et en Allemagne, la Commission a décidé, en octobre et novembre, de lancer les étapes suivantes des procédures concernant les déficits excessifs pour ces pays. À cette fin, la Commission a émis des recommandations en vue de décisions du Conseil sur la question de savoir si des mesures efficaces avaient été prises ou si elles étaient suffisantes, ainsi que des recommandations en vue de décisions du Conseil mettant en demeure la France et l'Allemagne de prendre les mesures nécessaires afin de réduire leurs déficits. La Commission a exprimé l'opinion que la France n'avait pas pris de mesures concrètes, tandis que les mesures prises par l'Allemagne étaient considérées comme inadaptées. La Commission préconisait de reporter de 2004 à 2005 le délai dont disposaient la France et l'Allemagne pour corriger leurs déficits excessifs, invoquant des conditions économiques plus défavorables que prévu dans ces pays.

Lors de sa réunion du 25 novembre 2003, le Conseil Ecofin a décidé de ne pas adopter les décisions recommandées par la Commission, au motif que le climat économique était plus mauvais que prévu et que des engagements budgétaires avaient été pris par les gouvernements français et allemand. En revanche, il a adopté les conclusions du Conseil dans lesquelles celui-ci décidait de suspendre les procédures en matière de déficit excessif et appelait la France et l'Allemagne à prendre des mesures qui assureraient la correction de leurs déficits excessifs au plus tard en 2005.

Dans une déclaration publiée immédiatement après la réunion du Conseil Ecofin du 25 novembre, le Conseil des gouverneurs a exprimé ses profonds regrets concernant les décisions prises par le Conseil Ecofin. Le Conseil des gouverneurs a averti que l'incapacité du Conseil Ecofin à se conformer aux règles et procédures prévues dans le Pacte de stabilité et de croissance risquait de compromettre la crédibilité du cadre institutionnel ainsi que la confiance dans la solidité des finances publiques des États membres de la zone euro. Prenant acte des engagements budgétaires pris par la France et l'Allemagne, le Conseil des gouverneurs a invité instamment les gouvernements concernés à se montrer à la hauteur de leurs responsabilités, soulignant qu'il était impératif de prendre des mesures afin de limiter l'incidence défavorable sur la confiance. Le Conseil des gouverneurs a également rassuré le public en réaffirmant sa détermination à maintenir la stabilité des prix.

Le 28 janvier 2004, la Commission a intenté une action devant la Cour européenne de justice, contestant les conclusions du Conseil Ecofin du 25 novembre 2003 en vue de clarifier les questions juridiques concernant l'application des dispositions pertinentes du Pacte de stabilité et de croissance. La BCE partage les préoccupations de la Commission à propos des conclusions du Conseil Ecofin et respecte sa décision de rechercher la clarté juridique en cette matière.

Le même jour, la Commission a annoncé qu'elle ferait des propositions visant à renforcer la gouvernance économique dans la zone euro, et notamment à améliorer la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance. À cet égard, le Conseil des gouverneurs ne voit pas la nécessité de modifier le Traité et considère que le Pacte de stabilité et de croissance, dans sa forme actuelle, est approprié. La BCE partage le point de vue de la Commission selon lequel la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance pourrait encore être améliorée, en particulier en ce qui concerne l'analyse des soldes structurels et le renforcement des mesures d'encouragement à mener des politiques budgétaires saines lorsque la conjoncture est favorable. La clarté et l'applicabilité des règles budgétaires devraient également être renforcées.

1.2 LES MODIFICATIONS INSTITUTIONNELLES DE CERTAINS ORGANES EUROPÉENS

Le 16 avril 2003, le Traité d'adhésion a été signé, préparant le terrain pour l'entrée dans l'UE de dix nouveaux États membres, le 1^{er} mai 2004. Comme de coutume après la signature d'un traité d'adhésion, les représentants des pays adhérents ont reçu le statut d'observateurs dans les institutions et organes de la Communauté dans lesquels les États membres sont représentés. Ils deviendront membres à part entière de ces institutions et organes à la date d'adhésion.

Afin de préserver l'efficacité de leur fonctionnement après l'élargissement, le CEF et le CPE ont revu leur composition et leurs méthodes de travail au cours du premier semestre 2003. En vertu de ces examens, le Conseil Ecofin a amendé les statuts de ces deux comités le 18 juin 2003. Dans le cas du CPE, il a été décidé de réduire le nombre de membres que chaque délégation nomme dans le comité. Alors que précédemment, les États membres, la Commission et la BCE pouvaient nommer chacun jusqu'à quatre représentants, le nombre de membres par délégation a été ramené à deux

aux termes des nouveaux statuts. S'agissant du CEF, en revanche, il a été décidé de ne pas modifier le nombre de représentants. Les États membres, la Commission et la BCE continueront à nommer deux représentants chacun. En outre, les représentants nommés par chacun des États membres continueront à être choisis parmi les hauts responsables, respectivement, de l'administration et de la BCN. Cependant, il a été décidé de varier la participation aux réunions du comité en fonction des questions débattues. Chaque fois que le comité discutera de thèmes liés aux tâches et à l'expertise des BCN, il se réunira au complet, l'ensemble des membres étant présents. Sinon, le comité pourra se réunir dans sa « composition restreinte », seuls les représentants des administrations, de la Commission et de la BCE étant présents. Le comité estime important de conserver l'expertise et l'éclairage analytique des BCN et de continuer à faire participer celles-ci aux débats concernant les questions touchant leurs responsabilités.

L'examen des méthodes de travail du CEF a eu lieu non seulement dans la perspective de l'élargissement, mais également dans le contexte des nouveaux dispositifs de l'UE pour la stabilité, la réglementation et la surveillance financières (cf. la section 2 du chapitre 3). À cet égard, lors de sa réunion du 3 décembre 2002, le Conseil Ecofin a demandé au CEF de lui faire rapport sur les questions de stabilité financière. En vertu de cette mission, le CEF entreprend à présent des examens réguliers de la stabilité financière. Des personnes compétentes, non membres du comité, notamment le président du Comité de surveillance bancaire du SEBC, assistent aux réunions consacrées à cet examen. En février 2003, le Conseil Ecofin a créé le Comité des services financiers (CSF), qui a remplacé l'ancien Groupe de politique des services financiers. Il fait rapport au CEF et a pour mission de conseiller le Conseil Ecofin et la Commission sur un large éventail de questions de politique économique affectant les marchés financiers. La BCE a reçu le statut d'observateur au CSF.

2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES

La BCE et les BCN ont continué de participer au processus de coopération monétaire, financière et économique à l'échelle internationale. Les dispositions relatives à la représentation internationale de la BCE sont demeurées inchangées. Au sein de l'UE, la coordination des questions macroéconomiques et financières internationales s'est poursuivie au niveau du CEF, ainsi qu'entre les administrateurs du FMI représentant les États membres de l'UE et avec l'observateur de la BCE.

Le 29 mai 2003, le président des États-Unis a promulgué un décret-loi accordant à la BCE les privilèges, dérogations et immunités applicables aux organismes publics internationaux en vertu de l'*International Organization Immunities Act* de 1945. Cette promulgation faisait suite à l'adoption par le Congrès américain, en novembre 2002, d'une disposition législative prévoyant l'applicabilité de cette loi à la BCE. Ce nouveau cadre juridique devrait non seulement assurer une meilleure protection aux actifs de la BCE investis aux États-Unis, mais aussi favoriser un nouveau renforcement des relations bilatérales avec les institutions américaines concernées.

2.1 LE SYSTÈME MONÉTAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL

LA SURVEILLANCE MULTILATÉRALE ET BILATÉRALE DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES

La BCE a régulièrement procédé à des échanges d'informations et de vues sur les évolutions et les politiques économiques avec des autorités extérieures à la zone euro et avec des institutions internationales. Le président de la BCE a participé, conjointement avec le président de l'Eurogroupe, aux sessions consacrées à la surveillance internationale et aux taux de change lors des réunions des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G7. Le président de la BCE a également participé à des débats portant sur la situation de l'économie mondiale au sein

d'autres instances, comme les réunions des gouverneurs du G10, qu'il préside actuellement, et celles des ministres et gouverneurs du G10 et du G20. Au FMI, l'observateur de la BCE a pris part aux discussions du Conseil d'administration sur les perspectives économiques mondiales ainsi qu'à ses examens réguliers des évolutions économiques et des marchés dans le monde. Enfin, à l'OCDE, la BCE a participé aux activités du Comité de politique économique, qui ont été axées sur les évolutions internationales, les perspectives et les impératifs de la politique économique.

Le FMI et l'OCDE ont procédé à leurs examens réguliers des politiques monétaire, financières et économiques de la zone euro. À cet égard, le FMI a décidé de rationaliser, à partir de 2003, la surveillance qu'il exerce sur la zone euro en réduisant le nombre de consultations complètes au titre de l'article IV, relatives à ces politiques, de deux à une par an. Le FMI a également décidé que ses services continueraient à mener deux missions par an auprès des institutions de la zone euro, y compris la BCE, mais que le Conseil d'administration du FMI ne discuterait le résultat de la deuxième mission que de manière informelle. Le rapport complet au titre de l'article IV sur les politiques économiques de la zone euro, rédigé par les services du FMI, a été publié en septembre 2003.

En juillet 2003, l'OCDE a publié son *Étude économique de la zone euro*. Cette étude examine les évolutions récentes et les perspectives à court terme, ainsi que les politiques monétaire, budgétaires et structurelles, et comprend une étude sur les politiques de concurrence sur les marchés de produits. L'étude, préparée par une équipe de l'OCDE sur la base, notamment, d'une visite à la BCE, a été menée par le Comité d'analyse économique et de développement de l'OCDE, au sein duquel l'UE a été représentée conjointement par la présidence de l'Eurogroupe, la Commission européenne et la BCE.

LE SUIVI DES ÉVOLUTIONS DES MARCHÉS FINANCIERS MONDIAUX

Les évolutions sur les marchés financiers internationaux sont suivies par plusieurs organisations et instances internationales. En 2003, la BCE et les BCN ont pris part à ces travaux, apportant leurs propres analyses et points de vue, en particulier au sein du Forum sur la stabilité financière (FSF), du Comité sur le système financier mondial (CSFM) qui siège à la BRI, et du Comité des marchés financiers de l'OCDE.

L'observateur de la BCE a participé aux discussions du Conseil d'administration du FMI consacrées aux rapports du FMI sur la stabilité financière mondiale. La BCE a également pris part, en tant que membre ou observateur, aux travaux de plusieurs institutions et instances internationales consacrés à des aspects spécifiques du fonctionnement des marchés financiers internationaux. Le FSF a passé en revue les questions liées au secteur de la réassurance, aux transferts du risque de crédit, aux pratiques d'audit, aux normes comptables, au gouvernement d'entreprise et aux centres financiers extraterritoriaux. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a poursuivi ses travaux sur le nouvel Accord sur les fonds propres (cf. la section 2 du chapitre 3). Le CSFM a publié des rapports sur les mécanismes de transfert du risque de crédit et les systèmes de primes dans la gestion institutionnelle d'actifs ainsi que leurs incidences sur les marchés de capitaux. Il a aussi entrepris des travaux visant à étudier le rôle des agences de notation dans le domaine de la finance structurée et celui des investissements directs étrangers dans les secteurs financiers des économies émergentes. La BCE a également pris part aux activités du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR), présidé par un membre du Directoire de la BCE (cf. la section 4 du chapitre 3).

L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Le SEBC a contribué, grâce à ses propres évaluations et analyses, aux discussions en cours consacrées à l'architecture du système financier international au FMI et dans les

instances apparentées, tant par une participation directe que par son implication dans la coordination au niveau de l'UE.

Les travaux ont porté, entre autres, sur la promotion de la stabilité économique et financière, notamment par une amélioration des évaluations de la soutenabilité de la dette et une attention accrue portée à la fragilité potentielle des bilans dans les économies émergentes.

La communauté internationale a également étudié la contribution du développement institutionnel sur les performances économiques. Dans ce contexte, le G20 a organisé un débat sur le rôle du développement institutionnel dans le secteur financier, sur la base d'études de cas rédigées par plusieurs membres du G20, y compris une contribution de la BCE sur l'expérience acquise en matière d'intégration financière dans l'UE².

En ce qui concerne la résolution ordonnée des crises financières des économies émergentes, le FMI a terminé son examen de la politique d'accès, c'est-à-dire des règles servant à déterminer le volume de l'aide financière accordée à un État membre connaissant des difficultés de balance des paiements. Le Conseil d'administration du FMI a arrêté plusieurs règles de procédure et critères essentiels déterminant l'accès à ses ressources au-dessus des limites normales, qui sont proportionnelles à la quote-part attribuée à chaque pays membre du FMI.

Le débat sur les procédures visant à faciliter la restructuration ordonnée de dettes souveraines s'est poursuivi. Le SEBC a estimé que de nouveaux progrès étaient souhaitables en ce qui concerne les trois grands types d'instruments qui avaient été proposés³. L'une des propositions impliquait de modifier le cadre contractuel en

2 *Globalisation: The role of institution building in the financial sector - The EU experience*, BCE, novembre 2003

3 Pour de plus amples informations, cf. l'article intitulé *La résolution des crises dans les pays émergents : les défis pour la communauté internationale*, Bulletin mensuel de la BCE de novembre 2003

incluant des clauses d'action collective (CAC) visant à favoriser la coordination entre créanciers. Cette proposition est déjà mise en œuvre. En 2003, des progrès importants ont été accomplis sur la voie d'une généralisation de l'inclusion des clauses d'action collective dans les émissions d'obligations souveraines de droit étranger. Dans le cadre d'un effort visant à donner l'exemple, les États membres de l'UE se sont engagés à insérer ces clauses dans leurs propres émissions. Une deuxième proposition consistait à établir un « mécanisme de restructuration de la dette souveraine » (MRDS), sorte de procédure internationale de faillite qui serait intégrée dans le droit international. Il est toutefois apparu, lors de la réunion de printemps du FMI en avril 2003, qu'il n'existait pas de soutien politique suffisant pour la création d'un tel mécanisme, même dans une variante simplifiée. Néanmoins, on peut encore examiner dans quelle mesure certaines caractéristiques du MRDS, telles que l'amélioration de la transparence et de l'information financière, le regroupement de dettes et la création d'une instance pour la résolution des différends, pourraient être reproduites en dehors d'un cadre juridique international. La troisième proposition consistait à élaborer un code de conduite à mettre en œuvre sur une base volontaire, qui définirait les meilleures pratiques et des orientations pour les emprunteurs, les prêteurs et la communauté financière internationale. Des travaux consacrés à la rédaction de ce code sont en cours.

LE RÔLE INTERNATIONAL DE L'EURO

En 2003, la BCE a poursuivi son analyse du rôle international de l'euro⁴. Elle a entamé des travaux en vue d'améliorer le cadre statistique et la compréhension analytique de l'utilisation de l'euro par les non-résidents. De nouvelles données sont devenues disponibles, notamment en ce qui concerne la ventilation par devises du commerce extérieur de certains pays de la zone euro, les opérations de change journalières réglées au moyen du système CLS (*Continuous Linked Settlement*) et le rôle de l'euro sur le marché international des prêts.

La BCE a également entrepris en 2003 des recherches afin d'analyser, au niveau microéconomique, les marchés où l'euro est le plus utilisé par les non-résidents. Une attention particulière a été portée à la contribution de la City de Londres au rôle de l'euro sur les marchés financiers hors zone euro. Dans l'ensemble, les résultats de cet examen ont confirmé que le rôle international de l'euro continue à prendre progressivement de l'ampleur, qu'il est caractérisé par une importance régionale et qu'il est, dans une certaine mesure, déterminé par la zone euro.

Les résultats ont aussi offert une image plus nette à la fois de la répartition géographique des utilisateurs de l'euro et de l'importance du rôle international de celui-ci. Dans des pays géographiquement éloignés de l'Europe, les agents économiques ont, jusqu'à présent, utilisé l'euro surtout pour emprunter des fonds (émission de titres de créance) et effectuer des opérations de change. De grandes sociétés américaines ont été des émetteurs très actifs d'obligations libellées en euros depuis le début de la phase III de l'UEM, afin, notamment, de diversifier l'origine géographique de leurs investisseurs. Les centres financiers des États-Unis et d'Asie ont représenté, conjointement, une part non négligeable de l'activité de change en euros. Il semble que les opérateurs de marché de plusieurs de ces pays aient tendance à utiliser la City de Londres comme point d'entrée de leurs activités financières libellées en euros. Par ailleurs, selon des sources de marché, la demande des investisseurs asiatiques en obligations libellées en euros émises par des non-résidents de la zone euro s'est accrue en 2003, ce qui dénote un élargissement du rôle de l'euro en tant que monnaie internationale de placement. Cependant, l'utilisation de l'euro comme monnaie internationale demeure particulièrement importante dans les pays voisins de la zone. Sur les marchés financiers hors zone euro, la City de Londres joue un rôle

⁴ Cf. *Review of the international role of the euro*, BCE, décembre 2003

prépondérant. La part de la *City* dans l'activité financière en euros des non-résidents de la zone varie généralement entre un tiers et deux tiers. Enfin, d'autres indices récoltés en 2003 donnent à penser que la zone euro est elle-même un déterminant essentiel du rôle international de sa monnaie, car c'est une grande économie financièrement ouverte. Depuis le début de la phase III de l'UEM, les obligations libellées en euros émises par des non-résidents de la zone ont été, dans une large mesure, destinées à des investisseurs de la zone euro et effectivement achetées par ceux-ci. En outre, les travaux menés en 2003 ont mis en exergue le fait que les banques de la zone euro comptent parmi les principaux acteurs des marchés libellés en euros à la *City* de Londres, contribuant ainsi de façon substantielle au rôle de l'euro sur les marchés financiers hors zone.

2.2 LA COOPÉRATION AVEC LES PAYS HORS UE

Dans le cadre de ses activités internationales, la BCE a continué, en 2003, à développer un large éventail de relations bilatérales ainsi que des contacts, dans des cadres multilatéraux, avec des pays de différentes régions du monde. Dans le voisinage géographique élargi de l'UE, la coopération s'est renforcée avec la Russie, la Turquie, le bassin méditerranéen, le Moyen-Orient et l'Afrique. Par ailleurs, les relations avec d'importants pays émergents d'Asie, du Pacifique et d'Amérique latine ont été approfondies.

En novembre 2003, l'Eurosystème a commencé la mise en œuvre d'un projet d'aide technique à la banque centrale de Russie, qui s'étale sur deux années et qui est financé par l'Union européenne dans le cadre de son programme d'« Assistance technique à la Communauté des États indépendants » (*Technical Assistance for the Commonwealth of Independent States – TACIS*). Ce projet porte sur la réglementation et le contrôle bancaire, l'inspection et l'agrément, ainsi que la réorganisation du secteur bancaire. Il s'appuie sur la large expérience que les BCN et les autorités de

contrôle de l'UE possèdent dans le domaine du contrôle bancaire. Neuf BCN⁵ et trois contrôleurs bancaires ne relevant pas des banques centrales⁶ de l'UE affecteront des experts à la formation d'environ 400 membres du personnel et cadres de la Banque centrale de Russie en deux ans. La formation reposera sur des cours et des séminaires, dont la plupart se tiendront à Moscou, dans les locaux de la Banque centrale de Russie, ainsi que sur des visites d'études d'experts de celle-ci dans les pays de l'UE. Grâce à ce projet, qui est coordonné par la BCE, l'Eurosystème entend contribuer à renforcer davantage la fonction de contrôle bancaire de la Banque centrale de Russie comme élément fondamental d'une plus grande stabilité de l'environnement financier.

La BCE a poursuivi son dialogue de haut niveau avec la Banque centrale de la République de Turquie. La Turquie a actuellement le statut de pays candidat à l'entrée dans l'UE⁷. Les discussions avec la Banque centrale de Turquie ont été axées sur le processus de stabilisation macroéconomique du pays, l'introduction prévue d'une stratégie formelle de ciblage de l'inflation par la Banque centrale de Turquie et la situation économique de la zone euro. Outre ce dialogue, la BCE et la Banque centrale de Turquie ont poursuivi tout au long de l'année la coopération technique entre leurs différentes unités.

Ces dernières années, la BCE a établi des relations bilatérales avec plusieurs banques centrales du bassin méditerranéen. En octobre 2003, la BCE a organisé, en collaboration avec la Banca d'Italia, un atelier technique pour les représentants des banques centrales des pays

5 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal et Suomen Pankki

6 Rahoitustarkastus (Finlande), Finansinspektionen (Suède) et Financial Services Authority (Royaume-Uni)

7 En 1999, le Conseil européen d'Helsinki a octroyé à la Turquie le statut de candidat à l'adhésion à l'UE. En 2002, le Conseil européen de Copenhague a indiqué que si le Conseil européen de décembre 2004 décidait que la Turquie remplissait les critères politiques exigés à Copenhague, l'UE ouvrirait sans délais les négociations d'adhésion avec ce pays.

partenaires du processus de Barcelone⁸. Cet atelier préparait un séminaire de haut niveau de l'Eurosystème, impliquant les gouverneurs des banques centrales du bassin méditerranéen, qui s'est déroulé en janvier 2004 à Naples. Ce séminaire était axé sur les relations économiques et financières entre la zone euro et les pays méditerranéens, sur les dispositifs de change et sur les réformes du secteur financier mises en évidence par les participants à l'atelier.

Au Moyen-Orient, la BCE a continué de développer ses relations avec le Conseil de coopération du Golfe (CCG), en raison de l'intention déclarée des six États membres du CCG⁹ d'introduire une monnaie unique d'ici 2010. La BCE a pris part à une réunion, qui a eu lieu en juin au Qatar, du Comité technique du CCG en charge de la préparation de cette union monétaire.

En 2003, les relations bilatérales avec les banques centrales d'Afrique ont continué d'être axées sur des questions liées aux unions monétaires. Plusieurs occasions ont permis à la BCE de contribuer aux discussions menées dans la région, en se fondant sur l'expérience de l'UEM. La BCE a été invitée à participer aux réunions du Comité de réforme institutionnelle de l'Union monétaire d'Afrique de l'Ouest¹⁰, qui s'est tenu à la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) à Dakar au Sénégal. Le Comité, qui comprend des experts de la BCEAO, d'autres banques centrales, de plusieurs gouvernements et du monde universitaire, a pour mission d'examiner les statuts de la BCEAO et l'organisation institutionnelle de cette zone monétaire, sans préjudice du dispositif de change existant. Par ailleurs, la BCE a pris part à la réunion des ministres des Finances de la Zone monétaire de l'Afrique de l'Ouest¹¹, qui s'est déroulée à Accra au Ghana, en vue de suivre les progrès enregistrés sur la voie de l'intégration monétaire entre les pays anglophones de la région. La BCE a, en outre, assisté à la réunion annuelle des gouverneurs de l'Institut de gestion macroéconomique et financière

d'Afrique orientale et australe, qui a rassemblé les gouverneurs de banque centrale de douze pays africains à Bâle. Dans ce cadre, les projets existants d'union monétaire régionale en Afrique ainsi que les enseignements de l'intégration monétaire européenne ont été examinés.

Dans le courant de l'année, les relations bilatérales avec l'Asie de l'Est ont été renforcées, notamment par la visite d'un membre du Directoire en Corée, au Japon et en Indonésie. La BCE a également pris part à la cinquième réunion des ministres des Finances du Sommet Asie-Europe, à Bali en Indonésie, en juillet 2003. La contribution de la BCE a été axée sur l'intégration économique de l'Asie de l'Est, le rôle des banques centrales dans la gestion des crises et l'expérience européenne en matière de réglementation et de coopération dans le domaine du suivi de la stabilité financière.

En 2003, la BCE est devenu un membre correspondant du Centre d'études monétaires latino-américaines (CEMLA), après avoir participé à un nombre croissant de conférences et de réunions du CEMLA depuis 1999. L'un des principaux objectifs de cet organisme est de promouvoir une meilleure compréhension des questions monétaires et bancaires en Amérique latine et dans les Caraïbes, ainsi que d'informer sur les évolutions des politiques monétaires et financières régionales et internationales. Le CEMLA a également lancé un projet visant à promouvoir la convergence au niveau des groupements sous-régionaux.

8 Algérie, Autorité palestinienne, Chypre, Égypte, Israël, Jordanie, Liban, Malte, Maroc, Syrie, Tunisie et Turquie

9 Arabie saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, Koweït, Oman et Qatar

10 Bénin, Burkina Faso, Côte-d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo

11 Gambie, Ghana, Guinée, Nigeria et Sierra Leone

Artiste

Kyriakos Mortarakos

Titre

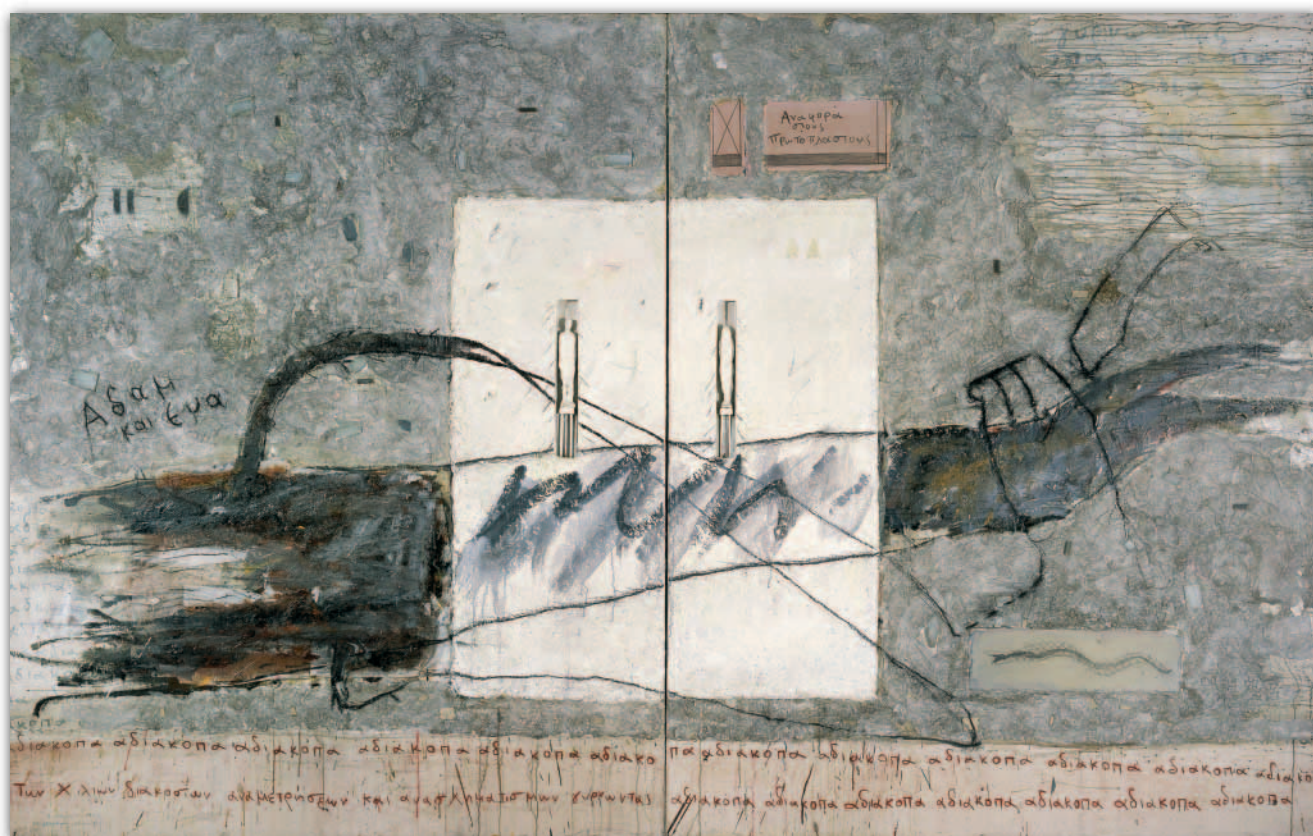
Sans titre

Support

Matériaux divers sur toile

Format

220 x 320 cm



CHAPITRE 5

LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ

I LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC

Au cours des dernières décennies, le principe d'indépendance de la banque centrale s'est imposé comme une caractéristique essentielle du cadre de la politique économique des pays industrialisés. La décision de doter les banques centrales de l'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique est étayée par des fondements historiques, la théorie économique et les données empiriques, qui montrent que l'indépendance de la banque centrale favorise le maintien de la stabilité des prix et contribue ainsi à la prospérité économique.

Parallèlement, il est un principe fondamental des sociétés démocratiques qui veut que les pouvoirs publics soient comptables de leurs actes devant les citoyens, dont ils tiennent leur mandat et, en fin de compte, leur indépendance. Le principe de responsabilité peut ainsi être interprété comme l'obligation juridique et institutionnelle, impartie à une banque centrale indépendante, d'expliquer ses décisions de manière claire et approfondie aux citoyens et à leurs représentants élus, et d'être ainsi tenue responsable de la réalisation de ses objectifs.

Le traité instituant la Communauté européenne, qui définit les missions et les objectifs du SEBC, a été ratifié par tous les États membres de l'UE conformément à leurs exigences constitutionnelles nationales. En conséquence, les citoyens européens ont confié au SEBC le mandat consistant à maintenir la stabilité des prix et, sans préjudice de cet objectif essentiel, à apporter son soutien aux politiques économiques générales de la Communauté. Parallèlement, le Traité comporte des obligations d'information rigoureuses, autorisant le public européen et ses représentants élus à engager la responsabilité de la BCE sur ces objectifs. Ce dispositif institutionnel a été une nouvelle fois confirmé par la Convention sur l'avenir de l'Europe et intégré dans le projet de traité établissant une Constitution pour l'Europe (cf. la section 1 du chapitre 4).

Dès sa création, la BCE a reconnu l'importance fondamentale de ses obligations de responsabilité et entretenu un dialogue régulier

avec les citoyens européens et leurs représentants élus. Cet engagement se traduit, notamment, par les nombreux discours qui ont été tenus en public en 2003 par les membres du Conseil des gouverneurs dans l'ensemble de la zone euro. Ces contacts avec la population européenne permettent à l'Eurosystème d'expliquer les décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et de répondre directement aux diverses questions.

Au-delà de ces contacts directs avec les citoyens européens, le Traité assigne à la BCE un certain nombre d'obligations d'information, dont celle de la publication du *Rapport annuel*, adressé au Parlement européen, au Conseil de l'UE, à la Commission et au Conseil européen. Parmi les autres obligations d'information figurent la publication d'un bulletin trimestriel et d'une situation financière hebdomadaire. En réalité, la BCE dépasse ces exigences statutaires en publiant tous les mois un bulletin à caractère exhaustif. Sur le plan institutionnel, le Traité assigne au Parlement européen un rôle de premier plan dans le suivi de la responsabilité de la BCE (cf. la section 2 de ce chapitre).

À plusieurs égards, le principe de responsabilité est étroitement lié à la transparence. Le principe de transparence s'applique à la diffusion de l'information, mais il consiste également à présenter l'information de manière à la rendre accessible au public. La transparence facilite le processus qui consiste à tenir les banques centrales pour responsables de leurs actions. La BCE considère qu'elle forme une composante essentielle de son cadre de politique monétaire. La transparence impose aux banques centrales d'expliquer clairement la manière dont elles interprètent et remplissent leur mandat, ce qui permet au public de suivre et d'évaluer leur performance. Elle exige également une définition du cadre d'analyse utilisé par une banque centrale dans son processus interne de décision et son évaluation de la situation économique, ainsi que du raisonnement économique qui sous-tend ses décisions de politique monétaire. La transparence est largement renforcée par une annonce publique

de la stratégie de politique monétaire. En vertu de ces considérations, la BCE a annoncé en 1998 sa stratégie de politique monétaire, laquelle a été confirmée et clarifiée en mai 2003 après avoir fait l'objet d'une évaluation approfondie par le Conseil des gouverneurs (cf. la section 1 du chapitre 1). La BCE a ainsi posé une référence claire à l'aune de laquelle le public peut évaluer ses résultats.

La transparence peut rendre la politique monétaire plus efficace pour plusieurs raisons. En premier lieu, une banque centrale peut renforcer sa crédibilité en étant claire au sujet de l'interprétation de son mandat et de la façon dont elle le remplit. Lorsqu'une banque centrale est perçue comme étant déterminée et apte à remplir son mandat, elle contribue à ancrer les anticipations relatives aux évolutions futures des prix. Si, de leur côté, les anticipations sont solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix, les agents économiques sont moins enclins à s'écarter de l'hypothèse de stabilité des prix lorsqu'ils fixent les salaires ou les prix, tout comme diminue le risque d'enclenchement d'une spirale inflationniste ou déflationniste des salaires et des prix.

En deuxième lieu, un engagement fort en faveur de la transparence exige de l'autodiscipline de la part des responsables de la politique monétaire, ce qui contribue en retour à garantir la cohérence de leurs décisions et de leurs explications au fil du temps. En facilitant le contrôle exercé par le public sur les décisions de politique monétaire, un tel engagement renforce l'incitation des instances de décision concernées à remplir leur mandat de manière cohérente et appropriée.

En troisième lieu, en annonçant publiquement sa stratégie de politique monétaire et en communiquant son analyse régulière des évolutions économiques, la banque centrale fournit aux marchés des orientations qui leur permettent de former leurs anticipations de manière à la fois plus efficace et plus précise. Les marchés financiers peuvent ainsi

comprendre plus aisément le mode de réponse de la politique monétaire aux évolutions économiques et anticiper ainsi l'orientation générale de celle-ci sur le moyen terme. Cette attitude doit également contribuer à lisser les évolutions sur les marchés financiers.

Pour veiller au respect des principes de responsabilité et de transparence, la BCE utilise divers outils de communication, qui vont largement au-delà des obligations d'information qui sont définies dans le Traité et expliquées de manière plus détaillée au chapitre 6¹.

1 Pour un examen plus détaillé des principes de responsabilité et de transparence, se reporter au *Bulletin mensuel* de novembre 2002

2 LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU PARLEMENT EUROPÉEN

2.1 VUE D'ENSEMBLE DES RELATIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN EN 2003

Conformément aux dispositions de l'article 113 du Traité, la BCE a continué de rendre compte régulièrement au Parlement européen des décisions prises dans le domaine de la politique monétaire et de ses autres missions. Comme les années précédentes, ces échanges de vues entre la BCE et le Parlement européen ont eu lieu principalement à l'occasion des audiences trimestrielles du président de la BCE devant la Commission économique et monétaire. Le président a également été invité à présenter le *Rapport annuel 2002* de la BCE lors de la session plénière du Parlement européen.

En outre, conformément à l'usage, d'autres membres du Directoire ont été invités à des auditions devant le Parlement européen pour des échanges de vues sur différentes questions. En avril 2003, le vice-président a présenté à la Commission économique et monétaire le *Rapport annuel 2002* de la BCE. En mars, M. Issing a exposé devant cette Commission son analyse de la situation économique et son point de vue sur le projet relatif aux Grandes orientations des politiques économiques pour 2003-2005.

Au-delà des obligations imposées par le Traité, la BCE a continué de répondre de son plein gré aux questions qui lui sont soumises par écrit par les membres du Parlement européen sur des sujets relevant de l'accomplissement de son mandat.

Enfin, il convient également de mentionner le rôle du Parlement européen dans la nomination d'un nouveau Président et d'autres membres du Directoire. L'article 112 du Traité stipule que le Parlement européen donne son avis sur les candidats avant leur nomination, d'un commun accord, par les gouvernements des États membres au niveau des chefs d'État ou de gouvernement. Afin de préparer ses avis, le Parlement européen a invité M. Trichet et Mme Tumpel-Gugerell à une audition devant la Commission économique et monétaire afin de

présenter leurs points de vue et de répondre aux questions des membres de la Commission. À la suite de ces auditions, le Parlement, réuni en session plénière, a approuvé les deux nominations.

2.2 LES POINTS DE VUE DE LA BCE SUR CERTAINS SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN

Si les auditions devant la Commission économique et monétaire ont couvert un large éventail de domaines, l'accent a été principalement mis sur les décisions de politique monétaire de la BCE et son évaluation des évolutions économiques et monétaires à l'origine de ces décisions. Les sous-sections suivantes traitent des autres questions importantes soulevées par le Parlement européen et rappellent les points de vue présentés par la BCE. Plusieurs de ces sujets sont également abordés dans la résolution du Parlement européen du 3 juillet 2003 relative au *Rapport annuel* présenté par la BCE l'année dernière.

LA RÉFORME DES MODALITÉS DE VOTE DU CONSEIL DES GOUVERNEURS DE LA BCE

Conformément à l'article 10.6 des statuts du SEBC, le 3 février 2003, la BCE a soumis au Conseil de l'UE une recommandation relative à une réforme des modalités de vote du Conseil des gouverneurs (cf. la section 1 du chapitre 8 pour de plus amples détails). L'article mentionné ci-dessus stipule également que la Commission européenne et le Parlement européen doivent être consultés avant toute décision du Conseil de l'UE. En février 2003, le président de la BCE a présenté la recommandation devant la Commission économique et monétaire. Au cours de la discussion, la recommandation a fait l'objet de critiques.

Dans son avis du 13 mars 2003, le Parlement européen a rejeté la recommandation de la BCE et proposé de maintenir les règles existantes, en vertu desquelles tous les gouverneurs des BCN

de l'Eurosystème disposent du droit de vote au sein du Conseil des gouverneurs.

En mars 2003, le Conseil de l'UE, réuni au niveau des chefs d'État et de gouvernement, a adopté à l'unanimité les nouvelles modalités de vote du Conseil des gouverneurs, approuvant la recommandation de la BCE. La réforme entrera en application après avoir été ratifiée par tous les États membres, conformément à leurs exigences constitutionnelles respectives. Ces nouvelles modalités s'appliqueront dès que le nombre de gouverneurs de BCN au sein du Conseil des gouverneurs sera supérieur à quinze.

L'ÉVALUATION DE LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

Le Président a rendu compte au Parlement européen des résultats de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE effectuée par le Conseil des gouverneurs (cf. la section 1 du chapitre 1 pour plus de détails). Plusieurs membres de la Commission économique et monétaire ont accueilli favorablement la confirmation et la clarification de cette stratégie, s'agissant notamment de la définition de la stabilité des prix, et déclaré que cela garantissait la continuité de la politique de la BCE. D'autres membres de la Commission ont soulevé la question de savoir si la stratégie de politique monétaire de la BCE n'était pas asymétrique dans la réponse apportée au traitement respectif de l'inflation et de la déflation et si la définition de la stabilité des prix par la BCE tenait suffisamment compte d'un éventuel biais de mesure de l'IPCH.

Le Président a expliqué que la BCE demeurerait vigilante pour éviter l'inflation comme la déflation. À cet égard, la clarification récente précisant que, dans le cadre de la poursuite de l'objectif de stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs chercherait à maintenir à moyen terme une progression annuelle de l'IPCH inférieure à 2 %, mais proche de ce seuil, garantit une marge de sécurité significative et suffisante pour se prémunir contre le risque de

déflation. Il a ajouté qu'il n'y avait pas encore de données certaines permettant d'établir l'existence d'un biais de mesure de l'IPCH mais que, si cela était le cas, l'importance de ce biais devrait être limitée. En affirmant clairement que la stabilité des prix serait maintenue à moyen terme, la BCE a tenu compte du fait qu'il est impossible pour une banque centrale de procéder à un réglage fin des évolutions de prix à court terme et que ceux-ci peuvent par conséquent dépasser temporairement le niveau de hausse jugé compatible avec la stabilité des prix.

Dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2002* de la BCE, le Parlement européen a accueilli favorablement l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE et s'est déclaré convaincu que « les clarifications allaient renforcer la pertinence de la stratégie de politique monétaire pour les années à venir ».

LES PRINCIPES DE RESPONSABILITÉ ET DE TRANSPARENCE

Les principes de responsabilité et de transparence ont une nouvelle fois fait l'objet d'échanges entre la BCE et le Parlement européen. Les points de vue des deux institutions demeurent, en substance, inchangés. Dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2002* de la BCE, le Parlement européen a réitéré ses demandes concernant la publication d'un résumé des minutes des réunions du Conseil des gouverneurs et de la répartition des votes.

Le Président a rappelé que la politique de la BCE sur ces questions était le reflet de l'environnement institutionnel spécifique dans lequel opère la BCE, les décisions de politique monétaire étant prises au niveau de la zone euro et les politiques économiques demeurant largement du ressort de chaque État membre. Cette publication risquant de faire apparaître les membres du Conseil des gouverneurs comme des représentants nationaux, la BCE a décidé de ne pas fournir d'indications susceptibles de révéler les comportements de vote individuels ou de nourrir des spéculations

à ce sujet. Cela contribue à garantir que les décisions du Conseil des gouverneurs continuent d'être prises exclusivement dans une perspective englobant l'ensemble de la zone euro. L'approche de la BCE a également contribué à focaliser l'attention du public sur les résultats des délibérations plutôt que sur les votes individuels. Elle a ainsi préservé la clarté de ses messages, améliorant par là même l'efficacité et le caractère prévisible de ses décisions de politique monétaire. Enfin, le président a rappelé que les canaux choisis par la BCE pour sa communication, notamment les conférences de presse mensuelles tenues immédiatement après les réunions de Conseil des gouverneurs, étaient plus efficaces en termes de rapidité que la publication des minutes.

D'un point de vue plus général, le Président a souligné le fait que les échanges de vue avec le Parlement européen avaient été analysés avec attention et pris en compte dans les délibérations des organes de décision de la BCE. Le Président a cité, à titre d'exemple, la publication des projections économiques établies par les services de l'Eurosystème, effectuée en réponse à une demande du Parlement européen. La BCE continuera naturellement de rechercher des moyens d'accroître sa responsabilité et sa transparence chaque fois que la réalisation de ses objectifs de politique monétaire le lui permet.

LE RÔLE INTERNATIONAL DE L'EURO ET LA REPRÉSENTATION EXTÉRIEURE DE LA ZONE EURO

Le rôle international de l'euro et la représentation extérieure de la zone ont également été des thèmes examinés en détail par le Parlement européen en 2003. Plusieurs membres de la Commission économique et monétaire ont demandé que des politiques plus actives soient menées en vue de favoriser une plus grande utilisation de la monnaie unique au niveau international, par exemple comme monnaie de facturation pour les importations de matières premières et les approvisionnements en énergie de la zone euro. En outre, dans sa

résolution relative au rôle international de l'euro et au premier bilan de l'introduction des billets et pièces en euros adoptée le 3 juillet 2003, le Parlement européen a proposé la nomination d'un représentant unique pour la zone euro, qui disposerait de « pouvoirs étendus pour parler et agir au nom des pays de la zone euro dans tous les forums multilatéraux importants dans les domaines économique et financier ». De l'avis du Parlement européen, ce rôle pourrait être tenu par un vice-président de la Commission européenne chargé des affaires économiques et monétaires.

Le Président a rappelé que du point de vue de la BCE, le rôle international de l'euro était essentiellement déterminé par le marché. Dans ce contexte, la BCE n'encourage ni ne décourage l'utilisation de l'euro par les non-résidents de la zone. Parallèlement, le Président a également déclaré que le rôle international de la monnaie unique s'était progressivement accru ces dernières années et qu'il partageait le point de vue du Parlement européen sur la nécessité d'améliorer le cadre statistique pour suivre l'utilisation de l'euro au niveau international, objectif auquel la BCE contribue activement et qui est également pris en compte dans ses avis juridiques.

S'agissant de la représentation extérieure de la zone euro, le Président a souligné qu'en ce qui concerne l'euro, la BCE continuerait d'agir en tant qu'institution exprimant les positions internationales de la zone euro, conformément à ses responsabilités définies dans le Traité. En vertu de son mandat, la BCE, représentée par les membres de ses organes de décision, est la seule voix extérieure de la zone euro pour toutes les questions liées à la politique monétaire unique, rôle qui a également été approuvé par la Convention sur l'avenir de l'Europe.

Artiste

Gérard Garouste

Titre

La duègne et le pénitent, 1998

Support

Huile sur toile

Format

195 × 160 cm



CHAPITRE 6

LA COMMUNICATION EXTERNE

I LA POLITIQUE DE COMMUNICATION

La communication fait partie intégrante de la politique monétaire de la BCE et de l'exercice de ses autres missions. Dans sa communication avec le public, les médias et les milieux spécialisés, tels que les intervenants de marché, la BCE veille à la pleine efficacité et à la crédibilité de sa politique monétaire. Elle vise également à rendre compte de l'ensemble de ses actions, comme cela est expliqué plus en détails au chapitre 5. Pour atteindre ces objectifs, la BCE se doit d'être ouverte et transparente, afin de permettre au public de mieux connaître et appréhender ses missions et les politiques qu'elle conduit, ainsi que son étroite collaboration avec les BCN de l'Eurosystème.

La communication du SEBC a pour cible le public de l'UE tout en accordant une attention particulière à celui de la zone euro. Par conséquent, il est important que le SEBC soit en mesure de s'adresser à une grande diversité de publics nationaux et régionaux dans leur propre langue en tenant compte de leur culture et de leur environnement respectifs. À cet égard, le cadre décentralisé du SEBC contribue à garantir la bonne diffusion des informations auprès du grand public et des parties intéressées. Les personnes chargées de la communication à la BCE et dans les BCN procèdent à des échanges de vues réguliers afin de coordonner leurs efforts.

En vue du prochain élargissement de l'UE, la communication du SEBC est également de plus en plus ciblée vers le public des pays adhérents. La BCE collabore étroitement avec les banques centrales nationales des pays adhérents, élargissant ainsi le champ géographique de sa communication externe.

2 LES INSTRUMENTS DE COMMUNICATION

Pour atteindre les objectifs mentionnés ci-dessus, la BCE utilise différents outils de communication. Les conférences de presse mensuelles tenues par le président et le vice-président, qui sont un outil essentiel de communication en temps réel, ainsi que le *Bulletin mensuel* et le *Rapport annuel* constituent les principaux canaux de communication. Les conférences de presse et le *Bulletin mensuel* servent à présenter l'évaluation par la BCE des évolutions économiques et expliquer en temps voulu et de manière transparente les décisions de politique monétaire. La BCE demeure l'une des banques centrales les plus transparentes du monde. L'idée, introduite en 1999, d'expliquer régulièrement, en temps réel et en détails la politique de la BCE, ses évaluations et ses décisions, constitue une approche exceptionnellement ouverte et transparente de la communication d'une banque centrale.

Le *Rapport annuel* est également particulièrement important en tant que publication statutaire de la BCE ; il est adressé au Parlement européen, au Conseil de l'UE, à la Commission européenne et au Conseil européen. Il présente les activités du SEBC ainsi que la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours et permet ainsi à la BCE de respecter son obligation de rendre compte de ses actions.

Le *Bulletin mensuel* contient également des articles fournissant des informations sur les évolutions à long terme, les questions générales relatives aux activités de banque centrale et les outils analytiques utilisés par l'Eurosystème pour la stratégie de politique monétaire. Une liste des articles publiés en 2003 figure dans l'annexe relative aux documents publiés par la BCE. En janvier 2004, le *Bulletin mensuel* a été publié pour la première fois sous sa nouvelle présentation. Première publication à avoir été refondue, le *Bulletin* servira ultérieurement à l'adoption d'une nouvelle identité visuelle déclinée pour toutes les publications de la BCE.

Le président de la BCE est auditionné trimestriellement par la Commission économique et monétaire du Parlement européen et, une fois par an, par le Parlement européen réuni en séance plénière. D'autres membres du Directoire de la BCE sont également invités à comparaître devant la Commission (cf. la section 2 du chapitre 5).

Les discours et les interviews des membres des organes de décision de la BCE sont également un important vecteur de communication.

En outre, dans le cadre de ses comptes rendus réguliers au secteur financier et au grand public, la BCE publie des communiqués de presse relatifs aux décisions prises par le Conseil des gouverneurs, aux études spécifiques réalisées par la BCE et à d'autres sujets présentant un intérêt.

Le dialogue avec les intervenants sur les marchés de capitaux et les autres parties intéressées prend parfois un caractère plus formel sous la forme des procédures de consultation publique. En 2003, cet instrument a été utilisé pour recueillir leurs avis sur les questions relatives aux systèmes de paiement et de règlement de titres ainsi que sur le dispositif de garanties de l'Eurosystème (cf. chapitre 2).

De plus, la BCE contribue à la diffusion des résultats de travaux de recherche concernant l'ensemble des activités de banque centrale en publiant les *Documents de travail* et les *Études concernant des sujets spécifiques* et en organisant des conférences destinées à un public d'experts, des séminaires et des ateliers. En 2003, les principaux événements de cette nature ont été le séminaire sur les substrats des billets de banque, la conférence sur le thème *Private and public sector challenges in the payment system* (Les défis auxquels sont confrontés les secteurs privé et public s'agissant des systèmes de paiement) organisée par la BCE et le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement du G10, l'*Insolvency Symposium* (Colloque sur l'insolvabilité) parrainé conjointement avec la BRI, la

conférence *Prices, Productivity and Growth* (Prix, productivité et croissance) organisée en collaboration avec le Banco de España, la conférence *Euro Area Business Cycle Network* (Réseau sur les cycles d'activité de la zone euro), l'*International Research Forum on Monetary Policy* (Forum international d'étude sur la politique monétaire) à Washington D.C. et divers autres ateliers organisés en collaboration avec différentes associations universitaires et BCN de la zone euro.

Tous les documents publiés par la BCE sont disponibles sur son site internet (www.ecb.int) qui sert également de point de contact pour recevoir les demandes du public et de plateforme pour le lancement des consultations publiques. L'utilisation du site internet s'est développée rapidement ces dernières années. Les parties *Statistics* (Statistiques), *Press releases* (Communiqués de presse) et

Job opportunities (Offres d'emploi), notamment, sont fréquemment consultées. En 2003, la BCE a commencé à revoir la conception de son site afin de faciliter les recherches de documents spécifiques et d'aider l'internaute dans la consultation des différentes parties. Un autre objectif important a consisté à rendre le site plus accessible non seulement aux experts mais également au grand public et aux utilisateurs handicapés. Le lancement de ce nouveau site est prévu pour le deuxième trimestre 2004.

La BCE pratique également l'ouverture au sens littéral du terme, en accueillant des groupes de visiteurs dans ses locaux de Francfort. En 2003, plus de 7 000 visiteurs ont reçu directement des informations sous la forme de conférences et de présentations données par des agents de la BCE. Les étudiants en économie et autres sciences sociales constituent la majorité des visiteurs.

3 LES THÈMES DE COMMUNICATION EN 2003

En 2003, les principaux thèmes de communication ont été les suivants :

- l'évaluation de la stratégie de politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a confirmé la stratégie de politique monétaire et apporté des précisions sur certains points (cf. la section 1 du chapitre 1) ;
- l'orientation de la politique monétaire (cf. la section 2 du chapitre 1) ;
- le point de vue du Conseil des gouverneurs sur les évolutions budgétaires dans la zone euro (cf. la section 2 du chapitre 1) ;
- les opérations de politique monétaire. À la suite de la procédure de consultation publique, des modifications du cadre opérationnel ont été décidées, qui prendront effet au premier trimestre 2004 (cf. la section 1 du chapitre 2) ;

- la contrefaçon des billets en euros. La BCE a continué d'informer régulièrement le public sur les évolutions dans le domaine de la contrefaçon des euros (cf. la section 3 du chapitre 2) ;
- l'avis de la BCE sur le projet de Traité instaurant une Constitution pour l'Europe (cf. la section 1 du chapitre 4) ;
- les questions relatives à la surveillance prudentielle et à la stabilité financière, notamment la participation de la BCE aux préparatifs pour l'introduction du Nouvel accord de Bâle (« Bâle II ») (cf. chapitre 3) ;
- la position de principe du Conseil des gouverneurs concernant les questions de change relatives aux pays adhérents ;
- la coopération avec les banques centrales des pays adhérents et le développement de

Encadré 12

LA DÉCLARATION RELATIVE À LA MISSION DE LA BCE

En août 2003, le Directoire a adopté une déclaration relative à la mission de la BCE. Cette déclaration est jugée essentielle pour la communication tant interne qu'externe de la BCE. Son adoption doit être considérée comme faisant partie des efforts pour améliorer le fonctionnement de l'organisation interne (cf. la section 2 du chapitre 8). La teneur de la déclaration est la suivante :

« La Banque centrale européenne et les banques centrales nationales constituent l'Eurosystème, le système de banque centrale de la zone euro. L'objectif principal de l'Eurosystème est de maintenir la stabilité des prix, en d'autres termes de sauvegarder la valeur de l'euro.

La Banque centrale européenne s'engage à accomplir efficacement toutes les missions de banque centrale qui lui ont été confiées. C'est ainsi que nous nous efforçons tous, à la Banque centrale européenne, d'atteindre le plus haut degré d'intégrité, de compétence, d'efficacité et de transparence ».

Ces quatre courtes phrases résument l'essence, la finalité et les modalités d'action de la BCE. La première phrase reconnaît la relation fondamentale de la BCE avec les BCN de la zone euro. La deuxième souligne le principal objectif assigné à l'Eurosystème par le Traité. Outre cet objectif, la BCE assure également un large éventail d'autres missions et activités dans le cadre de son mandat, comme l'indique la troisième phrase. La quatrième et dernière phrase présente les valeurs que le personnel et les dirigeants de la BCE considèrent comme essentielles pour l'accomplissement de leurs missions. Par le biais d'une enquête, le personnel de la BCE a eu la possibilité d'influer sur le choix des valeurs auxquelles une importance particulière doit être accordée. Il a été demandé à tous les membres du personnel de classer un certain nombre de valeurs en fonction de leur importance pour les travaux de la BCE. Les résultats de cette enquête ont été directement utilisés pour formuler la déclaration relative à la mission de la BCE.

relations de travail avec les médias de ces pays (cf. chapitre 7) ;

- le développement de statistiques monétaires et bancaires nouvelles et de meilleure qualité (cf. chapitre 2) ;
- les questions relatives à l'organisation de la BCE, notamment les préparatifs concernant les futurs locaux de la BCE, ainsi que les efforts pour améliorer le fonctionnement de l'organisation interne (cf. l'encadré 12 et la section 2 du chapitre 8).

Artiste

Árpád Szabados

Titre

Sans titre, 1995

Support

Matériaux divers sur toile

Format

120 × 90 cm



CHAPITRE 7

L'ÉLARGISSEMENT DE L'UNION EUROPÉENNE

Les dix nouveaux pays adhérents (République tchèque, Estonie, Chypre, Lettonie, Lituanie, Hongrie, Malte, Pologne, Slovaquie et Slovaquie) ainsi que les quinze États membres actuels de l'UE ont signé le Traité d'adhésion lors de la réunion informelle du Conseil européen à Athènes, le 16 avril 2003. Deux autres pays, la Bulgarie et la Roumanie, n'ont pas encore conclu les négociations en vue de leur adhésion, mais devraient devenir membres en 2007¹. Le Traité d'adhésion définit le cadre et les conditions de l'élargissement de l'UE à vingt-cinq États membres. Tous les États membres actuels et futurs ont ratifié le Traité. Dans le cadre du processus de ratification, tous les pays adhérents (à l'exception de Chypre) ont organisé un référendum : ces neuf pays se sont prononcés en faveur de leur entrée dans l'UE, dont huit à une large majorité.

Lors de leur adhésion, les dix pays rejoindront l'UEM avec le statut d'« États membres bénéficiant d'une dérogation » (pays n'ayant pas encore adopté l'euro) et leurs banques centrales respectives deviendront partie intégrante du SEBC. Lorsqu'il aura été établi que ces pays sont parvenus à une convergence durable sur la base des critères de Maastricht², ils adopteront l'euro et leur banque centrale intégrera l'Eurosystème.

En 2003, l'Eurosystème a continué de participer au processus d'adhésion dans l'ensemble des domaines relevant de sa compétence. Il a mené, tant au niveau des instances de décision qu'au niveau technique, un dialogue destiné à aider les banques centrales des pays adhérents à préparer leur intégration dans le SEBC et, ultérieurement, dans l'Eurosystème. En ce qui concerne le premier volet de ce dialogue, de nombreux contacts bilatéraux ont été noués avec les banques centrales des futurs États membres en vue d'examiner les questions relatives à la politique monétaire et de change ainsi qu'aux autres activités de banque centrale. Le principal objectif consistait à favoriser une meilleure compréhension mutuelle des défis à venir. En outre, la BCE continue de participer au « dialogue économique » entre l'UE et les

pays candidats³. En novembre 2003, elle a présenté au Comité économique et financier un rapport consacré aux défis que pose l'intégration pour la stabilité macroéconomique et financière des pays adhérents. Enfin, en mars 2004, un séminaire de haut niveau sur le processus d'adhésion, réunissant le SEBC et les banques centrales des pays candidats à l'adhésion s'est tenu à Paris. Ce séminaire a été notamment consacré aux politiques monétaires et de change ainsi qu'au fonctionnement pratique du mécanisme de change II (MCE II).

S'agissant de la coopération technique en 2003, l'Eurosystème a intensifié son soutien aux banques centrales des nouveaux pays adhérents afin de les aider à se préparer à devenir membres du SEBC et de l'Eurosystème. Ces activités ont porté essentiellement sur les statistiques, les questions juridiques, les systèmes de paiement, les questions de politique monétaire et d'ordre opérationnel, mais ont également touché d'autres domaines de l'activité de banque centrale, tels que la stabilité et la surveillance financières, les billets de banque, l'audit interne et les technologies de l'information.

Le présent chapitre fournit une vue d'ensemble des évolutions économiques, financières et juridiques intervenues récemment dans les nouveaux pays adhérents et présente plus en détails certains travaux préparatoires menés par l'Eurosystème dans le contexte du processus d'adhésion.

1 L'expression « pays candidats à l'adhésion » désigne les dix nouveaux pays adhérents ainsi que deux autres pays, la Bulgarie et la Roumanie.

2 Cf. l'article 121 (1) du traité instituant la Communauté européenne

3 Le terme de « pays candidats » désigne les douze pays candidats à l'adhésion et la Turquie.

I LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES ET LEURS IMPLICATIONS

En 2003, l'Eurosystème a continué de suivre les évolutions économiques et financières dans les nouveaux pays adhérents. Les questions économiques les plus importantes du point de vue de l'Eurosystème ont été les évolutions de l'inflation, les politiques monétaire et de change, la croissance économique et la convergence réelle, la situation de la balance des paiements et la politique budgétaire. Le suivi des marchés financiers a porté notamment sur les évolutions intervenues dans le secteur bancaire ainsi que sur les marchés obligataires et d'actions.

I.1 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES

L'INFLATION

L'inflation a enregistré un recul considérable dans les nouveaux pays adhérents au cours des dernières années. En moyenne, elle est revenue d'un taux supérieur à 10 % à la fin des années quatre-vingt-dix à un niveau voisin de celui de la zone euro. Début 2003, elle s'inscrivait même en deçà. Vers la fin de l'année, on a assisté à une résurgence de l'inflation, qui a atteint des niveaux légèrement supérieurs à ceux de la zone euro. Toutefois, les progrès réalisés en matière de désinflation sont demeurés variables selon les pays. Si certains ont enregistré un taux d'inflation très faible, voire, dans quelques cas, une baisse temporaire du niveau général des prix, dans d'autres pays, le processus de désinflation demeure inachevé.

Cette forte baisse générale des taux d'inflation résulte, en grande partie, de politiques économiques clairement axées sur la lutte contre l'inflation. Toutefois, des facteurs temporaires ont également joué un rôle important à cet égard, en particulier les évolutions conjoncturelles, les effets différés de la forte appréciation des devises considérées vis-à-vis de l'euro, une certaine détente des prix de l'énergie et une diminution des prix des produits alimentaires. Parallèlement à la modération des tensions inflationnistes, les taux d'intérêt directs ont continué de fléchir dans la plupart des pays adhérents en 2003.

Le maintien de l'inflation à des niveaux aussi bas constituera toutefois un véritable défi. Plusieurs facteurs pourraient entraîner une remontée des tensions inflationnistes, qui mettraient ces économies à la merci d'une hausse des anticipations d'inflation et de la formation de spirales prix-salaires. En premier lieu, la situation conjoncturelle commence à s'améliorer dans certains pays. En deuxième lieu, des facteurs temporaires, tels que la baisse des prix des produits alimentaires, cessent progressivement d'exercer leurs effets. En troisième lieu, des tensions inflationnistes transitoires peuvent également résulter de paramètres liés à l'adhésion, tels que la libéralisation des prix, l'ajustement des prix des denrées alimentaires en liaison avec l'adoption de la Politique agricole commune par les pays adhérents et les adaptations de la fiscalité indirecte requises par la législation de l'UE. Enfin, le processus de rattrapage devrait peser, dans une certaine mesure, sur les performances de ces pays en matière d'inflation dans les années à venir en raison de l'effet dit « Balassa-Samuelson » (cf. encadré 4) ainsi que des tensions salariales, dont l'incidence dépendra sans doute de l'évolution des taux de change nominaux.

LES POLITIQUES MONÉTAIRE ET DE CHANGE

Les nouveaux pays adhérents continuent de suivre des stratégies de politique monétaire très diverses, qui reflètent l'hétérogénéité de leur situation en termes nominaux, réels et structurels. Certains pays ayant instauré un régime de change fixe ont adopté un objectif de taux de change, tandis que d'autres mettent en œuvre une stratégie fondée sur une cible d'inflation ou un régime mixte. Deux pays ont rattaché leur monnaie unilatéralement à l'euro, avec une fourchette de fluctuation de ± 15 %. En 2003, les nouveaux pays adhérents n'ont pas apporté de modifications à leur régime de change, mais plusieurs ont néanmoins affiné le cadre de leur politique monétaire, essentiellement dans la perspective de l'intégration monétaire.

Les stratégies en place en matière de politique monétaire et de change ont contribué de manière significative à la stabilisation macroéconomique des nouveaux pays adhérents en fournissant un point d'ancrage crédible aux anticipations d'inflation, prenant en compte le degré élevé d'ouverture de la plupart de ces économies. Dernièrement, toutefois, certains nouveaux États membres ayant opté pour des dispositifs de change plus souples ont enregistré une volatilité accrue de leur taux de change nominal. Ces évolutions tiennent à un certain nombre de facteurs, notamment à un changement de sentiment des investisseurs dans le sillage de nouveaux développements intervenus sur les plans macroéconomique et budgétaire et éventuellement, dans certains cas, à la suite de chocs externes. La forte volatilité des taux de change peut compliquer la conduite de la politique monétaire, exercer des effets défavorables sur les échanges commerciaux et rendre plus difficile la détermination du taux de change d'équilibre.

Lors de leur entrée dans l'UE, les nouveaux États membres devront traiter leur politique de change comme une question d'intérêt commun et faire de la poursuite de la stabilité des prix l'objectif principal de la politique monétaire. En outre, ils ont vocation, à terme, à intégrer le MCE II. Bien que ce dispositif soit en mesure de concilier des régimes de change différents, il n'est compatible ni avec un système de flottement libre (ou de flottement contrôlé sans cours-pivot adopté de manière concertée), ni avec des régimes de parité à crémaillère et d'ancrage à une monnaie autre que l'euro. Cela signifie que, dans certains cas, le cadre de la politique de change devra être mis en conformité avec les caractéristiques du mécanisme de change européen. Plusieurs nouveaux pays adhérents procèdent actuellement à une révision de leur stratégie monétaire et de change en vue de leur future participation au MCE II.

Le 18 décembre 2003, la BCE a rendu publique une position de principe du Conseil des gouverneurs concernant les questions de taux

de change relatives aux pays adhérents. Cette position de principe vise à accompagner le processus d'intégration monétaire des futurs États membres.

LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET LA CONVERGENCE RÉELLE

Dans un environnement caractérisé par la faiblesse de l'économie mondiale, l'activité a affiché une très bonne tenue dans la plupart des nouveaux pays adhérents en 2003, avec une progression du PIB en volume estimée à 3,5 % en moyenne. La croissance a été particulièrement forte dans les États baltes et la Pologne, qui est le plus grand des nouveaux pays adhérents, a connu une reprise économique soutenue après deux années de basse conjoncture. Dans la plupart de ces pays, la vigueur de la demande, alimentée dans certains cas par un assouplissement de la politique budgétaire et de fortes hausses des salaires, a constitué le principal moteur de la croissance. La progression des exportations en volume s'est modérée dans la majorité des futurs États membres, tout en demeurant robuste au regard de la faiblesse de la conjoncture mondiale et du degré élevé d'intégration de leurs échanges avec la zone euro. Dans certains pays, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB en volume s'est même considérablement accrue.

À l'heure actuelle, l'écart en termes de PIB par habitant par rapport aux quinze États membres de l'UE demeure important dans la plupart des pays adhérents. En termes de parité de pouvoir d'achat, le PIB par habitant des futurs États membres a représenté, en moyenne, 49 % environ du niveau moyen pour l'UE en 2002. En termes de taux de change nominaux, toutefois, il s'est situé à 26 % seulement en moyenne. En outre, le processus de convergence réelle des revenus avec ceux de la zone euro ne s'effectue que progressivement, les différentiels de croissance entre les pays adhérents et les États membres actuels ayant généralement été de l'ordre de 2 points de pourcentage au cours des dernières années.

Durant les prochaines années, l'un des principaux défis pour les nouveaux pays adhérents consistera à progresser sur la voie de la convergence réelle sans compromettre leurs acquis en termes de stabilité macroéconomique. La plupart de ces pays devraient être à même d'enregistrer un taux de croissance à moyen terme compris entre 4 % et 6 %, en moyenne, sous réserve de la poursuite des réformes structurelles et du maintien de politiques axées sur la stabilité. La progression du PIB en volume devrait se renforcer à mesure qu'un certain nombre de facteurs de nature à stimuler la croissance entreront en jeu, en particulier l'adhésion à l'UE. Même si les changements structurels et le niveau élevé des investissements sont propices à la croissance, ils pourraient également entraîner une volatilité accrue de la production, dans la mesure où l'investissement présente un caractère plus cyclique que la consommation. Ce paramètre continuera par conséquent de créer des difficultés aux responsables de la politique économique.

LES ÉVOLUTIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Le processus de convergence réelle est intervenu dans le contexte de larges déficits du compte de transactions courantes dans la plupart des nouveaux pays adhérents. En moyenne, le déficit des transactions courantes des dix pays considérés aurait atteint quelque 3,9 % du PIB en 2003. Dans certains petits pays, il a été particulièrement élevé. Dans la mesure où le creusement de ce déficit s'expliquerait par des décisions d'épargne et d'investissement fondées sur des perceptions inexactes de la situation économique (par exemple, une surestimation de la croissance potentielle ou une sous-estimation du risque de chocs défavorables), il se pourrait que la soutenabilité de la position extérieure soit remise en cause sur le moyen et long termes et que les vulnérabilités aux évolutions extérieures augmentent. Les études empiriques réalisées à ce jour laissent à penser que la plupart des pays adhérents ne connaissent pas de graves problèmes de compétitivité. En dépit

du ralentissement de la croissance mondiale, la majorité de ces États ont enregistré une progression soutenue des exportations ces dernières années et ont accru, dans de nombreux cas, leur part de marché dans l'UE.

En ce qui concerne les évolutions à venir, des risques de dégradation de la compétitivité externe pourraient surgir si ces pays devaient faire l'objet de fortes pressions qui les inciteraient à aligner trop rapidement leurs niveaux de salaires et de prix sur ceux de l'UE. En outre, un dosage inapproprié de politique budgétaire laxiste et de politique monétaire restrictive pourrait déclencher une appréciation forte, bien que temporaire, de leur monnaie. Des risques pour la soutenabilité du déficit des transactions courantes pourraient également découler d'éventuelles modifications des structures de financement. Bien que les entrées de capitaux soient, en général, censées favoriser la convergence réelle (par exemple, par le biais de l'importation de technologies et de nouvelles méthodes de gestion), elles pourraient exercer des effets déstabilisateurs. Il en serait ainsi si l'ampleur et la nature des flux de capitaux étaient appelées à s'écarter de manière substantielle de la configuration actuelle, dans laquelle les flux d'investissements étrangers directs couvrent essentiellement les déficits des transactions courantes de la plupart de ces pays. Dans ce contexte, une fois le processus de privatisation achevé dans une majorité de pays adhérents, un ralentissement potentiel des entrées d'investissements étrangers directs pourrait constituer un défi supplémentaire ; néanmoins, l'adhésion à l'UE est de nature à stimuler les investissements étrangers directs de type *greenfield*, c'est-à-dire dans de nouveaux projets, qui peuvent tout à fait compenser la diminution des investissements directs étrangers effectués dans le cadre des privatisations. La gestion des mouvements de capitaux très volatils pourrait devenir encore plus complexe à mesure que les politiques macroéconomiques s'attacheront à préparer le terrain en vue de l'intégration au MCE II et, ultérieurement, l'adoption de l'euro. En outre, les entrées de capitaux dépassant largement les

capacités d'absorption des nouveaux pays adhérents pourraient entraîner une surchauffe de l'économie et une volatilité accrue de la production.

LES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

En dépit de la récente accélération de l'activité économique, les déficits budgétaires se sont encore inscrits à des niveaux élevés en moyenne en 2003, de l'ordre de 5 % du PIB pour l'ensemble constitué par les dix nouveaux pays adhérents. Parallèlement, la situation budgétaire a continué de varier selon les pays. Dans la plupart d'entre eux, les déficits budgétaires sont en grande partie de nature structurelle, tandis que le jeu des stabilisateurs automatiques (les réactions automatiques du budget aux fluctuations de l'économie) semble limité. Pour consolider leurs finances publiques, les futurs États membres devront poursuivre la réforme de leurs structures de dépenses et recettes publiques, de manière à la fois durable et prospective. Bien que le niveau moyen de la dette soit relativement faible dans ces pays, la persistance de déficits publics élevés, alors que se tarissent les recettes tirées de la privatisation, pourrait déclencher une dynamique défavorable de la dette publique susceptible d'avoir des répercussions sur les évolutions des flux financiers et des taux de change. En outre, les engagements budgétaires implicites liés au vieillissement de la population pourraient constituer un défi supplémentaire, du moins pour certains pays adhérents.

L'assainissement budgétaire représente un enjeu d'autant plus important que les pays adhérents seront confrontés durant les prochaines années à un alourdissement des tensions du côté des dépenses. Celles-ci résulteront de l'achèvement du processus de transition, des contributions au budget de l'UE, de la poursuite de la mise en œuvre de l'acquis communautaire et des exigences budgétaires liées à l'appartenance à l'OTAN. En outre, les réformes des systèmes de santé et de retraite engagées ainsi que les investissements publics durant le processus de rattrapage pèseront sans

doute lourdement sur les comptes publics des nouveaux pays adhérents. Parallèlement, la mise en œuvre du droit de la concurrence de l'UE va peut-être conduire à la réduction de certaines subventions et ainsi alléger légèrement les tensions budgétaires.

Dès leur adhésion à l'UE, les nouveaux États membres seront assujettis aux dispositions du Pacte de stabilité et de croissance qui s'appliquent à tous les États membres de l'UE, y compris l'obligation d'éviter les déficits budgétaires excessifs et de tendre vers une situation budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent à moyen terme. Une trajectoire crédible d'assainissement est également requise en vue de leur future intégration monétaire. Bien que l'entrée dans le MCE II ne fasse pas l'objet de critères prédéfinis, une participation ordonnée au mécanisme requiert au préalable des ajustements majeurs ainsi que la mise en œuvre d'un processus d'assainissement budgétaire crédible.

1.2 L'ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS DANS LES NOUVEAUX PAYS ADHÉRENTS

LE SECTEUR BANCAIRE

La plupart des marchés financiers des nouveaux pays adhérents sont peu profonds, reflétant la taille de ces économies et le faible encours de crédits et de dépôts domestiques. Si, dans ces pays, les marchés financiers sont largement dominés par le secteur bancaire, le degré d'intermédiation (rôle des banques en tant qu'intermédiaires entre déposants et emprunteurs) y est encore relativement faible. Ce n'est toutefois pas le cas de Chypre et de Malte, ces pays n'ayant pas eu à opérer de transition d'une économie planifiée centralisée à une économie de marché. Dans les pays adhérents d'Europe centrale et orientale, le degré d'intermédiation financière ne représente qu'un tiers de la moyenne de la zone euro et est plus faible que dans les économies émergentes aux niveaux de revenus comparables. Cela s'explique essentiellement par (a) les conditions initiales du processus de transition,

(b) les effets déstabilisateurs résultant des crises bancaires du début des années quatre-vingt-dix dans ces pays, (c) l'expérience relativement courte des entreprises de ces pays, qui se traduit par un recours important au financement sur ressources propres et (d) les importantes entrées d'investissements étrangers directs dans certains pays.

Néanmoins, en dépit de leur taille limitée, les secteurs bancaires des nouveaux pays adhérents semblent être relativement consolidés et solides et présentent une capitalisation, une rentabilité et une qualité des actifs globalement satisfaisantes. En outre, le secteur bancaire de ces pays est en grande partie sous contrôle étranger : à fin 2002, les participations étrangères dans le secteur bancaire des nouveaux pays adhérents (hors Chypre et Malte) représentaient 70 % environ du capital social et 80 % du total des actifs⁴. La restructuration et la consolidation du secteur bancaire au travers des privatisations et de l'ouverture du capital aux investisseurs étrangers ont contribué à la solidité du secteur en permettant un renforcement du capital, une diversification des sources de financement, une amélioration des équipements technologiques, l'introduction de la gouvernance et l'acquisition d'expertise en matière de gestion des risques. Néanmoins, plusieurs pays détiennent encore une part importante de créances douteuses, même si celles-ci sont en baisse et si les provisions constituées contre les risques y afférents sont, semble-t-il, relativement satisfaisantes. De plus, le risque de change des entreprises est relativement élevé dans plusieurs pays. En cas de dépréciation sensible de la monnaie nationale, des risques de crédit sont susceptibles d'apparaître pour le secteur bancaire, ce qui pourrait entraîner des répercussions pour la conduite des politiques monétaire et de change.

Dans le contexte de processus de rattrapage du niveau de revenu, le principal défi pour les autorités consistera à gérer le renforcement de l'intermédiation financière et le développement rapide des activités des institutions financières

sans compromettre la stabilité du secteur ou de l'économie dans son ensemble. Il est probable, par exemple, que les entreprises du pays vont recourir de façon croissante à des sources de financement externes, plutôt qu'à des financements internes. De même, dans la mesure où leurs perspectives en matière de revenu et leur solvabilité s'améliorent, les ménages vont peut-être chercher de plus en plus à lisser leur consommation dans le temps. Dans la plupart des nouveaux pays adhérents, l'intermédiation financière s'est sensiblement renforcée au cours des dernières années, en partant toutefois d'un niveau très bas. En 2002 et 2003, la croissance des financements octroyés aux entreprises du secteur privé et aux ménages a été particulièrement soutenue à Chypre, en Hongrie, en Slovaquie et dans les trois États baltes. Les prêts aux ménages ont connu une progression particulièrement rapide, supérieure à la croissance totale du crédit. S'agissant de la part des différents types de prêts, le compartiment hypothécaire est celui qui a progressé le plus rapidement, son niveau initial étant très faible. En 2002 et début 2003, la croissance de cette catégorie de prêts a été particulièrement soutenue en Hongrie, en Lituanie et en Pologne.

Même si l'encours de crédits reste faible dans la plupart des nouveaux pays adhérents et s'ils sont pour la plupart garantis par des hypothèques, le renforcement rapide de l'intermédiation financière et le gonflement des bilans du secteur financier peuvent entraîner une volatilité accrue des résultats enregistrés par les différents institutions financières et le secteur dans son ensemble. Cette évolution met en évidence la nécessité de mettre en place une surveillance prudentielle et un cadre réglementaire crédibles et efficaces dans les nouveaux pays adhérents et, s'agissant de la structure du secteur financier, d'un renforcement de la coopération entre les autorités de contrôle nationales et celles du pays des maisons-mères étrangères.

4 La Lettonie et la Slovaquie se démarquent sur ce point, dans la mesure où les participations étrangères dans le secteur bancaire de ces pays sont nettement inférieures à la moyenne.

LES MARCHÉS OBLIGATAIRES ET BOURSISERS

L'importance des marchés obligataires diffère selon les pays et l'État est, dans la plupart des cas, le principal émetteur de titres de créance. Les marchés boursiers de la plupart des pays adhérents sont, quant à eux, relativement étroits, notamment du point de vue international, et la couverture de ces marchés en termes d'information et de recherche est très sélective.

Par rapport aux principaux marchés émergents, tels que le Brésil, la Russie ou la Turquie, les marchés de la dette extérieure sont restreints dans tous les pays adhérents, à l'exception de la Pologne. Les niveaux de l'endettement extérieur diffèrent selon les pays et dans certains cas, tels que l'Estonie et la Lettonie, on note une différence substantielle entre les niveaux d'endettement net et brut. Une accélération de la dynamique de l'endettement a également été observée dans plusieurs de ces pays.

Dans ce contexte, les marchés obligataires constituent le compartiment qui s'est le plus développé au cours des dernières années, en particulier en République tchèque, en Hongrie et en Pologne. La stabilisation macroéconomique (en particulier la désinflation et le recul des taux d'intérêt) et la perspective de l'adhésion à l'UE ont contribué à réduire le risque pays et à attirer les investisseurs, ce qui a entraîné une baisse significative des rendements à long terme des obligations nationales dans la plupart des pays adhérents. Toutefois, au second semestre 2003, des préoccupations croissantes relatives à l'orientation de la politique budgétaire et à la cohérence globale de la stratégie suivie dans plusieurs pays ont conduit à un inversement de la tendance à la réduction des écarts de rendement par rapport à la zone euro observée précédemment.

Les rendements des obligations souveraines des nouveaux pays adhérents libellées dans des devises de premier plan sont restés à de bas niveaux. La baisse des écarts de rendement par

rapport à la zone euro a été en partie due au mouvement global de progression des marchés obligataires émergents, même si la perspective de l'adhésion à l'UE ainsi que l'amélioration de la notation de la dette souveraine semblent également avoir contribué à resserrer les écarts. De façon plus générale, les nouveaux pays adhérents semblent avoir été déconnectés des évolutions intervenues sur d'autres marchés émergents. À cet égard, les effets favorables de l'adhésion à l'UE devraient continuer de jouer un rôle-clé dans l'évolution macroéconomique et structurelle. Toutefois, il convient d'interpréter avec prudence les conclusions tirées des évolutions en matière de rendements, dans la mesure où les marchés obligataires de nombreux pays adhérents sont peu liquides.

Les marchés boursiers de ces pays ont été, en moyenne, bien orientés en 2003 ; leur évolution a été globalement conforme à celle observée dans d'autres pays émergents et leurs performances ont été meilleures que celles enregistrées par les marchés boursiers de la zone euro. La hausse des marchés en Lettonie et Lituanie a été particulièrement soutenue, les cours ayant pratiquement doublé en 2003. En Estonie et dans plusieurs pays adhérents d'Europe centrale, les marchés boursiers ont également affiché des gains substantiels. Néanmoins, dans un petit nombre de pays, ils ont moins progressé qu'en 2003 : à Chypre, les cours des actions ont fléchi et à Malte, les progressions ont été relativement modérées.

2 L'ÉVOLUTION DU CADRE JURIDIQUE

Il est capital pour l'Eurosystème de s'assurer que les nouveaux pays adhérents adoptent et mettent en œuvre en temps voulu les éléments de l'acquis communautaire (ensemble de la législation de l'UE) qui se rapportent à ses domaines de compétence. Ces derniers recouvrent les dispositions du Traité et des statuts du SEBC relatives aux banques centrales, et notamment à leur indépendance, ainsi que la législation de l'UE dans le domaine financier. En 2003, l'Eurosystème a étroitement collaboré avec les banques centrales des nouveaux pays adhérents afin d'analyser le niveau de conformité avec ces obligations.

En ce qui concerne l'indépendance de la banque centrale, les statuts des banques centrales des nouveaux pays adhérents ont été analysés sur la base des critères définis dans les rapports de convergence juridique rédigés par l'IME et la BCE (indépendance institutionnelle, personnelle, fonctionnelle et financière). Cette analyse a également été menée à la lumière des avis de l'IME et de la BCE sur les projets de législation nationale relevant de leurs domaines de compétence et, en particulier, sur les projets de statuts des BCN des États membres de l'UE. Ces avis ont aidé les nouveaux pays adhérents à réviser les statuts de leur banque centrale afin de satisfaire aux conditions requises par le Traité, établissant ainsi les fondements d'institutions dotées de l'indépendance.

Les banques centrales et les institutions financières doivent exercer leur activité dans un environnement juridique sain. L'acquis communautaire comprend des règles importantes pour le secteur financier et les activités de banque centrale. Il est capital pour les nouveaux États membres de se conformer à ces règles dès leur entrée dans l'UE (sauf lorsque le Traité d'adhésion prévoit des dispositions transitoires). C'est pourquoi l'analyse de l'Eurosystème a également mis l'accent sur la législation dans le domaine financier, notamment en matière de libre circulation des capitaux, d'interdiction du financement monétaire et d'accès privilégié, de réglementation des marchés financiers,

de garanties, de systèmes de paiement, d'insolvabilité et de billets de banque.

Cette analyse a donné une vue d'ensemble des lois promulguées et des projets de loi qui ont été présentés pour adoption aux parlements nationaux respectifs au 1^{er} octobre 2003. La progression vers l'indépendance de la banque centrale a commencé dans tous les nouveaux pays adhérents et, dans la plupart d'entre eux, elle est arrivée à son terme, ou du moins largement engagée. Dans certains cas, lorsque la rédaction de la législation nationale n'était pas encore entièrement compatible avec celle des Statuts, l'analyse a proposé une adaptation supplémentaire de la législation nationale. La mise en œuvre de l'acquis dans les domaines relevant de l'Eurosystème interviendra, au plus tard, lorsque ces pays rejoindront l'UE, sous réserve des dispositions transitoires convenues.

Les résultats de cette analyse ont été présentés aux banques centrales des nouveaux pays adhérents, au Conseil de l'UE et à la Commission européenne. Cette analyse ne faisait pas partie d'une évaluation conduisant à l'adoption des rapports de convergence relatifs aux nouveaux États membres, évaluation que la BCE devra préparer en vertu de l'article 122 (2) du Traité. Son objectif était de fournir une information générale sur les préparatifs de mise en œuvre du régime juridique de l'Eurosystème dans les nouveaux pays adhérents, qui doivent rejoindre l'UEM comme États membres bénéficiant d'une dérogation. Par ailleurs, cette analyse a aidé les banques centrales de ces pays à mieux définir leur rôle dans le processus d'adhésion au niveau national. Elle a également permis à la Commission d'approfondir encore son analyse des questions relatives à l'indépendance de la banque centrale.

3 LES PRÉPARATIFS EN VUE DE L'ADHÉSION

En 2003, l'Eurosystème a renforcé sa coopération multilatérale et bilatérale avec les nouveaux pays adhérents. Depuis mai 2003, les gouverneurs des banques centrales des pays adhérents assistent aux réunions du Conseil général en qualité d'observateurs et les experts de ces banques centrales ont également participé au même titre aux réunions des comités et des groupes de travail du SEBC (cf. la section 1 du chapitre 8). Pour toutes les parties concernées, cela a grandement facilité la réalisation de travaux approfondis portant sur un large éventail de questions liées à l'élargissement. En outre, des consultations techniques ont eu lieu régulièrement et un programme très étendu de visites destiné aux experts de haut niveau des banques centrales des nouveaux pays adhérents a été mis en œuvre.

Globalement, les préparatifs en vue de l'élargissement de l'UE sont bien engagés, ce qui devrait permettre aux banques centrales des nouveaux États membres d'intégrer le SEBC dans de bonnes conditions et selon le calendrier prévu.

En 2003, la BCE a mis en place un Schéma directeur pour l'élargissement afin de fournir des orientations pour l'organisation, la mise en œuvre et le suivi de l'ensemble des activités de la BCE dans la perspective de l'élargissement du SEBC et de l'Eurosystème. Le Schéma directeur est inspiré de celui de l'IME, qui avait défini le cadre organisationnel et logistique nécessaire pour que le SEBC puisse mener à bien ses tâches pendant la phase III de l'UEM. Un suivi régulier garantit le traitement en temps voulu de toutes les questions importantes. Les banques centrales des nouveaux pays adhérents pourront ainsi intégrer le cadre du SEBC dans de bonnes conditions, sans incidence sur l'intégrité opérationnelle globale des systèmes du SEBC. Les mises à jour régulières du Schéma directeur sont communiquées à l'ensemble du SEBC et aux banques centrales des nouveaux pays adhérents. Toutes les activités sont mises en œuvre conformément à ce Schéma.

3.1 LES OPÉRATIONS DE BANQUE CENTRALE

Dans le domaine des opérations de banque centrale, les préparatifs en vue de l'adhésion ont essentiellement porté sur les activités de banque centrale qui seront affectées par l'augmentation du nombre de membres du SEBC à compter de mai 2004, plus particulièrement celles relatives aux actifs éligibles et au MCE II.

S'agissant des actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème, certains actifs qui ne sont cotés que dans les nouveaux pays adhérents seront inclus dans la liste des actifs éligibles à compter du jour de l'entrée de leur banque centrale dans le SEBC. Par conséquent, à partir de mai 2004, les banques centrales des nouveaux pays adhérents commenceront à exercer les fonctions relatives à la gestion des garanties, à savoir le recensement, l'évaluation et la déclaration des actifs éligibles. Dans le cadre des préparatifs, la BCE a organisé, en novembre 2003, un atelier consacré à ces fonctions à l'attention des nouveaux pays adhérents.

Le SEBC a étudié en détail le fonctionnement opérationnel d'un MCE II élargi. En février 2004, il a organisé pour les nouveaux pays adhérents un atelier portant sur ces aspects. Ce travail préparatoire, conjugué aux tests qui seront effectués au printemps 2004, devrait garantir le bon fonctionnement opérationnel du MCE II.

Outre les domaines affectés par l'élargissement du SEBC, des avancées significatives ont également été réalisées dans les secteurs opérationnels touchés par l'élargissement de l'Eurosystème. Par exemple, des études ont été lancées concernant les implications de l'élargissement sur la mise en œuvre de la politique monétaire et la gestion des réserves de change de la BCE.

3.2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT

En 2003, la BCE a défini les modalités de l'intégration des nouveaux pays adhérents dans le système *Target*, en leur offrant essentiellement la possibilité de se connecter à *Target* dès leur entrée dans l'UE. Néanmoins, la plupart de ces pays n'envisagent de rejoindre le système que lors de leur adoption de l'euro. Des travaux ont également été réalisés concernant le développement d'une solution de repli à utiliser si la plate-forme partagée du système *Target 2* (cf. la section 2.2 du chapitre 2) n'était pas disponible au moment où le premier pays adhérent intègrera la zone euro.

Faisant suite à l'évaluation réalisée en 2002 sur la sécurité et l'efficacité des infrastructures de marché et les fonctions de surveillance s'y rattachant, les banques centrales des nouveaux pays adhérents ont rendu compte des progrès réalisés en 2003 s'agissant de la mise en œuvre des recommandations de la BCE, qu'elles soient générales ou spécifiques à chaque pays. Des progrès notables ont été obtenus et les banques centrales des nouveaux pays adhérents poursuivent leurs efforts afin de résoudre les questions en suspens, en étroite collaboration, le cas échéant, avec les autres acteurs nationaux concernés.

La BCE a également organisé une série d'ateliers destinés aux banques centrales des nouveaux pays adhérents afin de leur fournir une aide dans leurs préparatifs en vue de l'adhésion à l'UE et, par la suite, à la zone euro. Un atelier, organisé à Varsovie, a été consacré aux résultats provisoires des travaux menés conjointement par le SEBC et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières et portant sur les normes relatives aux systèmes de compensation et de règlement de titres de l'UE. À Prague, un autre atelier a traité du dispositif de garanties de l'Eurosystème afin de permettre aux banques centrales des nouveaux pays adhérents de s'adapter le plus tôt possible aux principales caractéristiques de ce dispositif. Un troisième

atelier, à Ljubljana, a examiné les questions relatives aux coûts, avantages et risques liés aux activités de compensation avec contrepartie centrale. En outre, la conférence intitulée *Repo conference for central banks – the landscape of the European market* qui s'est tenue à Rome a été consacrée aux évolutions récentes ainsi qu'aux exigences relatives à l'établissement d'un marché des pensions efficace et intégré, notamment au vu de l'élargissement de l'UE. Tous ces événements ont été organisés par la BCE en collaboration avec la banque centrale locale.

De plus, au cours de 2003, l'Eurosystème a aidé les banques centrales des nouveaux pays adhérents à procéder à des auto-évaluations de la conformité de leurs systèmes de compensation et de règlement de titres aux *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*. Ces normes fournissent le cadre indispensable pour une exécution efficace et sûre des opérations de crédit des banques centrales (cf. la section 4.3 du chapitre 3). L'évaluation avait pour objectif d'identifier, à un stade précoce, les problèmes devant être résolus pour garantir le bon déroulement des opérations de crédit de l'Eurosystème. Au total, vingt systèmes de règlement de titres et un dispositif géré par une banque centrale d'un nouveau pays adhérent ont été évalués et une liste de recommandations a été établie pour chaque système. Ces recommandations devront être mises en application afin que le système soit totalement éligible pour une utilisation dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème.

La BCE a rencontré pour la cinquième fois l'Association des dépositaires centraux de titres d'Europe centrale et orientale (*Central and Eastern European Central Securities Depositories and Clearing Houses Association*) en octobre 2003. Lors de cette réunion, la BCE a fourni aux représentants des banques centrales des nouveaux pays adhérents, aux régulateurs des marchés de valeurs mobilières, aux dépositaires centraux de titres et aux

chambres de compensation des informations sur un large éventail de questions liées à l'adhésion.

La BCE et le Conseil européen des paiements, organisme créé par les associations européennes du secteur du crédit et les principales banques, ont organisé un atelier spécial destiné à certains représentants des banques centrales des nouveaux pays adhérents et de leurs communautés bancaires respectives. Cet atelier, auquel participait également la Commission européenne, avait pour but de partager des informations importantes sur la manière de réussir l'intégration des nouveaux pays adhérents dans l'espace unique de paiement en euros.

3.3 LES BILLETS DE BANQUE

En 2003, la BCE a aidé les banques centrales des nouveaux pays adhérents à établir une infrastructure de traitement des faux billets en euros. Celle-ci devra être en place lorsque ces pays rejoindront l'Union européenne. En outre, compte tenu du long délai nécessaire à la préparation du passage à l'euro fiduciaire dans ces pays après l'adoption de l'euro, la BCE a organisé des ateliers de travail dans ces banques centrales concernant, notamment, le dispositif d'émission et de traitement des billets en euros et l'approvisionnement en billets requis pour l'introduction de l'euro dans ces pays.

3.4 LES STATISTIQUES

Lors d'une réunion à Copenhague en octobre 2002, les ministres de l'Économie et des Finances des États membres de l'Union européenne et des pays candidats ont invité la Commission européenne (Eurostat) et la BCE à élaborer un plan d'action relatif aux statistiques économiques, monétaires et financières des pays candidats. Ce plan d'action a été élaboré et entériné par la suite lors d'une réunion de hauts responsables qui s'est tenue en mai 2003 avec les pays candidats. Les participants ont

souligné que l'exhaustivité et les délais de disponibilité des informations statistiques s'étaient constamment améliorés. Cependant, il ressort également du plan d'action que, si les nouveaux pays adhérents ne fournissent pas d'importants efforts durant la phase précédant leur adhésion, ils ne seront pas en mesure de remplir toutes les conditions nécessaires, à savoir les délais de disponibilité et le degré de qualité des données ainsi que d'autres aspects qualitatifs.

Le plan d'action met l'accent sur les statistiques nécessaires à l'évaluation de la convergence et sur les statistiques structurelles. Il comporte deux grandes parties : la première concerne les statistiques relevant de la responsabilité de la Commission européenne (Eurostat), c'est-à-dire les comptes nationaux annuels, le déficit et la dette publics, l'IPCH, les indicateurs structurels et les statistiques à court terme. Les mesures figurant dans le plan d'action sont pour la plupart destinées à améliorer (a) la disponibilité des statistiques et la validité conceptuelle d'ici à mai 2004 et (b) la conformité aux règlements statistiques de l'UE d'une manière générale. La seconde partie du plan d'action porte sur les questions relevant de la responsabilité de la BCE en matière de statistiques de balance des paiements et de position extérieure, de statistiques monétaires, bancaires et financières, et de comptes financiers trimestriels. Ces statistiques sont collectées principalement par le biais des banques centrales des nouveaux pays adhérents. Les mesures prévues dans le plan d'action en la matière visent à garantir le respect des exigences du SEBC.

Les deux parties du plan d'action font l'objet d'un examen régulier. Un rapport d'étape élaboré à un haut niveau par la Commission européenne (Eurostat) et la BCE doit être publié à la mi-2004. En outre, le Directoire de la BCE a décidé qu'il faudrait procéder deux fois par an à un bilan des indicateurs dont la BCE a la responsabilité principale ou partagée.

3.5 L'INFRASTRUCTURE ET LES APPLICATIONS INFORMATIQUES

Des progrès significatifs ont été accomplis en 2003 en ce qui concerne la préparation de l'infrastructure et des applications informatiques en vue de l'élargissement du SEBC. Trois éléments essentiels sont en train d'être renforcés afin de fournir le réseau et l'infrastructure de communication nécessaires.

La connexion physique entre les banques centrales du SEBC pour la communication des données et de la voix constitue le noyau du réseau. Un nouvel élément central est actuellement mis en place afin de connecter l'ensemble des membres du SEBC élargi. Les travaux de conception technique détaillée de ce réseau ont débuté en juillet 2003.

En octobre 2003, la BCE a commencé à mettre en œuvre un projet destiné à étendre aux banques centrales des nouveaux pays adhérents l'infrastructure de communication des données du SEBC (le « SEBC-Net »). Le SEBC-Net est une plate-forme de communication de données qui héberge la majorité des applications du SEBC. Celles-ci recouvrent les applications requises pour la mise en œuvre de la politique monétaire, les opérations que la BCE effectue sur ses réserves de change, l'échange de données statistiques et non statistiques, ainsi que le suivi des informations relatives à la monnaie.

Le « Système de téléconférence du SEBC » est également en train d'être étendu aux banques centrales des pays adhérents. Le nouveau matériel de téléconférence est en cours d'installation afin de permettre à l'ensemble des membres actuels et futurs du SEBC de participer aux téléconférences *via* la même infrastructure sécurisée.

Des préparatifs ont également été effectués pour améliorer de manière significative les applications informatiques nécessaires à l'élargissement du SEBC et, par la suite, de l'Eurosystème. Les applications informatiques

pour l'échange des données statistiques ont été mises à jour. Les modifications devant être apportées à l'application destinée à lutter contre les contrefaçons de l'euro sont actuellement en cours et seront achevées avant que les banques centrales des nouveaux pays adhérents ne rejoignent le cadre opérationnel du SEBC.

Artiste

Koen Vermeule

Titre

Sans titre (détail), 2002

Support

Huile sur toile

Format

210 × 210 cm



CHAPITRE 8

LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS

I LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE

I.1 L'EUROSISTÈME ET LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES



Le Système européen de banques centrales (SEBC) se compose de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales (BCN) de tous les États membres de l'UE (15 actuellement, 25 à compter du 1^{er} mai 2004) : il inclut donc les banques centrales des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro. Afin de renforcer la transparence et de permettre une meilleure compréhension de la structure de l'activité de banque centrale dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs a adopté le terme d'« Eurosystème » pour désigner l'ensemble formé par la BCE et les BCN des États membres ayant adopté l'euro. Cette distinction entre l'Eurosystème et le SEBC sera maintenue tant qu'il restera des États membres n'ayant pas adopté l'euro.

La BCE est dotée de la personnalité juridique de droit public international. Elle se trouve au

cœur de l'Eurosystème et du SEBC et veille à ce que leurs missions respectives soient remplies, soit par ses activités propres, soit par l'intermédiaire des BCN.

Chaque BCN est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit national du pays concerné. Les BCN de la zone euro, qui font partie intégrante de l'Eurosystème, remplissent les missions confiées à celui-ci, conformément aux règles établies par les organes de décision de la BCE. Les BCN contribuent également aux travaux du SEBC au travers de la participation de leurs représentants aux divers comités du SEBC (cf. la section 1.5 de ce chapitre). Les BCN sont autorisées à exercer, sous leur propre responsabilité, des fonctions ne relevant pas de l'Eurosystème, sauf si le Conseil des gouverneurs juge que celles-ci interfèrent avec les objectifs et missions de l'Eurosystème.

L'Eurosystème et le SEBC sont dirigés par les organes de décision de la BCE, c'est-à-dire le Conseil des gouverneurs et le Directoire. La prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée. Toutefois, s'agissant de la manière dont doivent être exécutées ses missions, la BCE est attachée au principe de décentralisation, conformément aux statuts du SEBC. Le Conseil général constitue le troisième organe de décision de la BCE, tant qu'il existe des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le Traité, les statuts du SEBC et le Règlement intérieur¹.

1.2 LE CONSEIL DES GOUVERNEURS

Le Conseil des gouverneurs comprend l'ensemble des membres du Directoire ainsi que les gouverneurs des BCN des États membres ayant adopté l'euro. Conformément au Traité, les principales responsabilités du Conseil des gouverneurs sont les suivantes :

- arrêter les orientations et prendre les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à l'Eurosystème ;
- définir la politique monétaire de la zone euro, y compris, le cas échéant, les décisions relatives aux objectifs monétaires intermédiaires, aux taux d'intérêt directeurs et à la fourniture de réserves au sein de l'Eurosystème, et arrêter les orientations nécessaires à leur exécution.

Le Conseil des gouverneurs se réunit en règle générale deux fois par mois dans les locaux de la BCE à Francfort-sur-le-Main, en Allemagne. La première réunion mensuelle est spécifiquement consacrée à un examen approfondi des évolutions monétaires et économiques et aux décisions correspondantes, la seconde étant généralement vouée aux questions relatives aux autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème. En 2003, deux réunions se sont tenues en dehors de Francfort, l'une étant organisée par la

Banca d'Italia à Rome et l'autre par le Banco de Portugal à Lisbonne.

Lorsqu'ils prennent des décisions de politique monétaire ou relatives à d'autres missions de la BCE et de l'Eurosystème, les membres du Conseil des gouverneurs n'agissent pas en qualité de mandataires d'un pays, mais en toute indépendance personnelle. Cela se reflète dans le principe de « une voix par membre » appliqué au sein du Conseil.

En décembre 2002, le Conseil des gouverneurs a adopté à l'unanimité le contenu de la proposition relative à la modification des modalités de vote, rendue nécessaire par les extensions futures de la zone euro dans le cadre d'une UE élargie. Cette proposition a été formulée conformément à la « clause d'habilitation » de la BCE contenue dans le traité de Nice. À la suite de l'entrée en vigueur de ce Traité le 1^{er} février 2003, la BCE a officiellement adopté une recommandation relative à la modification des modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs.

La recommandation de la BCE a été soumise au Conseil de l'UE en février 2003. Sur la base de cette recommandation, et après avis de la Commission européenne et du Parlement européen, le Conseil de l'UE, réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, a adopté à l'unanimité, le 21 mars 2003, une décision relative à une modification de l'article 10.2 des statuts du SEBC (modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs). Pour entrer en application, cette décision doit être ratifiée par tous les États membres, ce qui n'est pas encore le cas.

¹ Cf. la Décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 adoptant le règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 80 du 18.03.2004 ; le Règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 75 du 20.03.1999 et L 156 du 23.06.1999 ; la Décision BCE/1999/7 du 12 octobre 1999 concernant le Règlement intérieur du Directoire de la Banque centrale européenne, JO L 314 du 08.12.1999. Ces textes sont également disponibles sur le site internet de la BCE.

En vertu de cette décision, tous les membres du Conseil des gouverneurs continueront d'assister aux réunions et de participer aux délibérations. Toutefois, le nombre de gouverneurs de BCN disposant d'un droit de vote n'excédera pas quinze. Ces quinze droits de vote seront exercés par les gouverneurs en alternance selon des règles préétablies. Chacun des six membres du Directoire conservera un droit de vote permanent. Afin de veiller à ce que, à tout moment, les gouverneurs disposant d'un droit de vote proviennent d'États membres qui, considérés globalement, sont représentatifs de l'économie de la zone euro dans son ensemble, les droits de vote des gouverneurs seront attribués selon des fréquences différentes. Toutefois, cette différenciation entre gouverneurs s'appliquera exclusivement à la détermination préalable de la fréquence selon laquelle chaque gouverneur disposera d'un droit de vote. Le principe de «une voix par membre» continuera de s'appliquer à tous les gouverneurs exerçant un droit de vote à un moment donné.

participation à titre personnel de ses membres et celui d'«une voix par membre».

Les gouverneurs seront répartis en plusieurs groupes, en fonction d'un classement fondé sur l'importance relative de l'économie de leur pays au sein de la zone euro, calculée à partir d'un indicateur reflétant le produit intérieur brut et la taille des marchés financiers. Lorsque le nombre de pays sera supérieur à quinze, les gouverneurs seront répartis en deux groupes. Dès que la zone euro comptera vingt-deux pays, le système sera fondé sur trois groupes. Au sein de chaque groupe, les gouverneurs disposeront de leur droit de vote pour une durée identique. Le nouveau système de vote est conçu pour pouvoir s'adapter au rythme du futur élargissement de la zone euro jusqu'à un total de vingt-sept États membres, à savoir les actuels États membres de l'UE et les douze pays en voie d'adhésion énumérés dans la déclaration relative à l'élargissement de l'Union européenne annexée au traité de Nice. Le système de rotation permettra au Conseil des gouverneurs de conserver sa capacité à prendre des décisions de manière efficace et en temps opportun, tout en gardant le principe d'une

LE CONSEIL DES GOUVERNEURS



Willem F. Duisenberg
(jusqu'au 31 octobre 2003)
Président de la BCE

Jean-Claude Trichet
(à compter du 1^{er} novembre 2003)
Président de la BCE

Lucas D. Papademos
Vice-président de la BCE

Jaime Caruana
Gouverneur du Banco de España

Vítor Constâncio
Gouverneur du Banco de Portugal

Eugenio Domingo Solans
Membre du Directoire de la BCE

Antonio Fazio
Gouverneur de la Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas
Gouverneur de la Banque de Grèce

Sirkka Hämäläinen (jusqu'au 31 mai 2003)
Membre du Directoire de la BCE

John Hurley
Gouverneur de la Central Bank & Financial
Services Authority of Ireland

Otmar Issing
Membre du Directoire de la BCE

Klaus Liebscher
Gouverneur de l'Oesterreichische Nationalbank

Yves Mersch
Gouverneur de la Banque centrale du
Luxembourg

Christian Noyer
(à compter du 1^{er} novembre 2003)
Gouverneur de la Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa
Membre du Directoire de la BCE

Guy Quaden
Gouverneur de la Banque nationale de
Belgique

Jean-Claude Trichet (jusqu'au 31 octobre 2003)
Gouverneur de la Banque de France

Gertrude Tumpel-Gugerell
(à compter du 1^{er} juin 2003)
Membre du Directoire de la BCE

Matti Vanhala
Gouverneur de Suomen Pankki

Nout Wellink
Président de la De Nederlandsche Bank

Ernst Welteke
Président de la Deutsche Bundesbank

Au deuxième rang (de gauche à droite)

Guy Quaden, Matti Vanhala,
Nicholas C. Garganas,
Ernst Welteke, Jaime Caruana,
Nout Wellink, Klaus Liebscher,
Eugenio Domingo Solans,
Tommaso Padoa-Schioppa

Au premier rang (de gauche à droite)

Vítor Constâncio,
Yves Mersch, Otmar Issing,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Antonio Fazio, John Hurley,
Christian Noyer

I.3 LE DIRECTOIRE



**Au deuxième rang
(de gauche à droite)**

Eugenio Domingo Solans,
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing

**Au premier rang
(de gauche à droite)**

Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell

Willem F. Duisenberg

(jusqu'au 31 octobre 2003)

Président de la BCE

Jean-Claude Trichet

(à compter du 1^{er} novembre 2003)

Président de la BCE

Lucas D. Papademos

Vice-président de la BCE

Eugenio Domingo Solans

Membre du Directoire de la BCE

Sirkka Hämäläinen

(jusqu'au 31 mai 2003)

Membre du Directoire de la BCE

Otmar Issing

Membre du Directoire de la BCE

Tommaso Padoa-Schioppa

Membre du Directoire de la BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

(à compter du 1^{er} juin 2003)

Membre du Directoire de la BCE

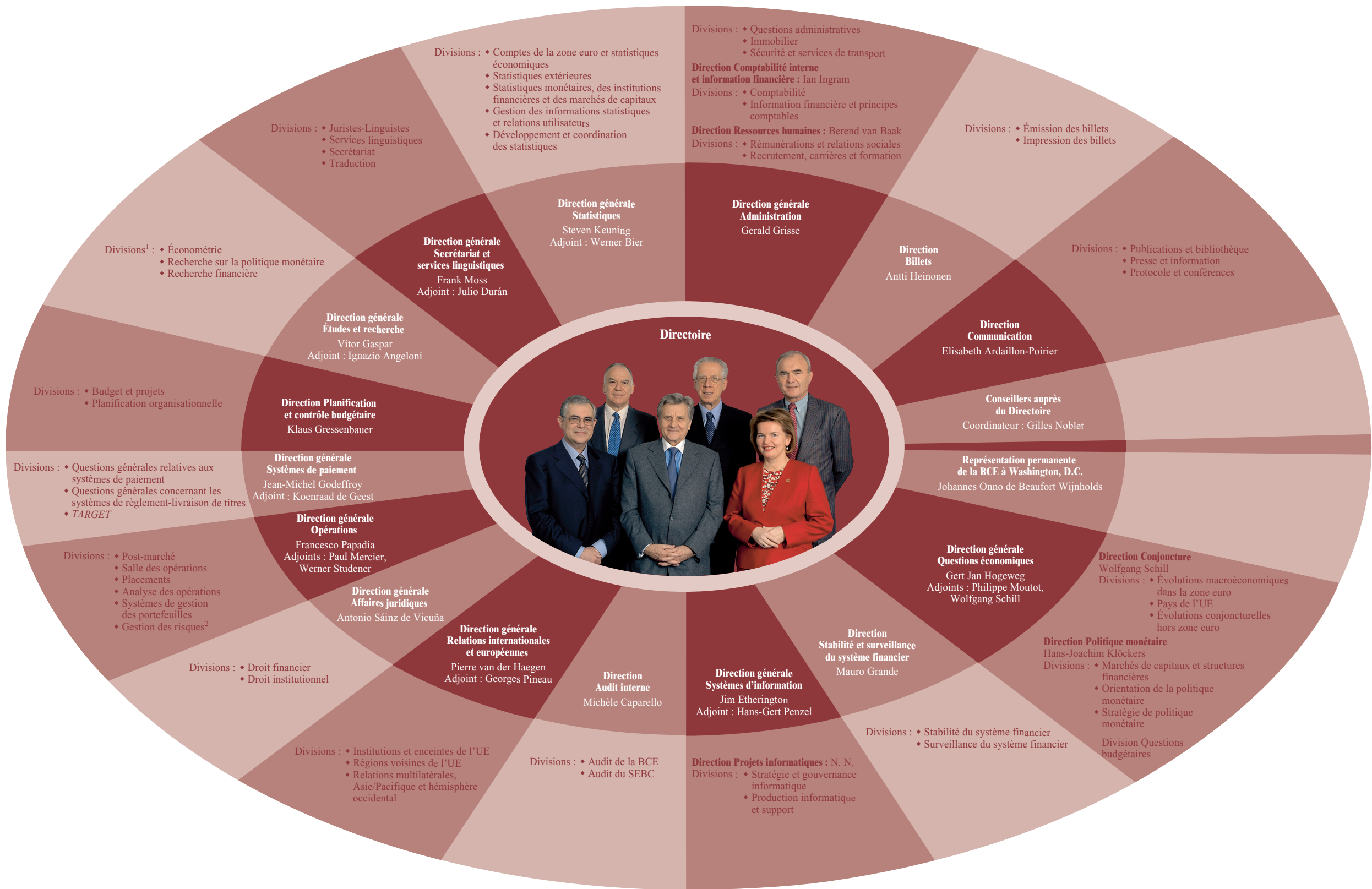
Le Directoire se compose du président, du vice-président et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord, au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, par les gouvernements des États membres ayant adopté l'euro. Les principales responsabilités du Directoire, qui se réunit en règle générale une fois par semaine, sont les suivantes :

- la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs ;
- la mise en œuvre de la politique monétaire de la zone euro, conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs et, en conséquence,

la transmission des instructions nécessaires aux BCN de la zone euro ;

- la gestion des affaires courantes de la BCE ;
- l'exercice de certains pouvoirs, y compris de nature réglementaire, qui lui sont délégués par le Conseil des gouverneurs.

Un Comité de gestion, qui est présidé par un membre du Directoire et qui rend compte au Directoire, a été créé à compter du 1^{er} octobre 2003 (cf. la section 2.2 de ce chapitre). Le nouveau Comité doit alléger la charge de travail du Directoire et lui permettre de se concentrer sur les questions stratégiques.



Directoire

Au premier rang (de gauche à droite) : Lucas D. Papademos (Vice-président) ; Jean-Claude Trichet (Président) ; Gertrude Tumpel-Gugerell
Au deuxième rang (de gauche à droite) : Eugenio Domingo Solans ; Tommaso Padoa-Schioppa ; Otmar Issing

¹ À partir du 1^{er} mai 2004
² Pour certaines questions spécifiques, la division fait directement rapport au Directoire.

I.4 LE CONSEIL GÉNÉRAL

Le Conseil général se compose du président et du vice-président de la BCE, ainsi que des gouverneurs des BCN de tous les États membres de l'UE. Il remplit les missions reprises de l'Institut monétaire européen qui, dans la mesure où tous les États membres n'ont pas adopté l'euro, doivent toujours être accomplies par la BCE. En 2003, le Conseil général s'est réuni à quatre reprises, conformément à son calendrier habituel. Afin

d'améliorer la coopération avec les banques centrales des pays adhérents en vue de l'élargissement du SEBC, le Conseil général a décidé, en septembre 2002, d'inviter les gouverneurs de ces banques centrales à assister aux réunions du Conseil général en qualité d'observateurs à compter de la signature du Traité d'adhésion. Le 26 juin 2003, les gouverneurs des dix banques centrales des pays adhérents ont participé pour la première fois, en tant qu'observateurs, à une réunion du Conseil général.

**Au troisième rang
(de gauche à droite)**

John Hurley, Nout Wellink,
Ernst Welteke, Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Bodil Nyboe Andersen

**Au deuxième rang
(de gauche à droite)**

Antonio Fazio, Matti Louekoski,
Guy Quaden, Lars Heikensten,
Christian Noyer, Jaime Caruana

**Au premier rang
(de gauche à droite)**

Yves Mersch,
Vitor Constâncio,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos,
Mervyn King



Willem F. Duisenberg (jusqu'au 31 octobre 2003)
Président de la BCE

Jean-Claude Trichet (à compter du 1^{er} novembre 2003)
Président de la BCE

Lucas D. Papademos
Vice-président de la BCE
Bodil Nyboe Andersen
Gouverneur de la Danmarks Nationalbank

Jaime Caruana
Gouverneur du Banco de España

Vitor Constâncio
Gouverneur du Banco de Portugal

Antonio Fazio
Gouverneur de la Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas
Gouverneur de la Banque de Grèce

Edward A. J. George (jusqu'au 30 juin 2003)
Gouverneur de la Bank of England

Lars Heikensten
Gouverneur de la Sveriges Riksbank

John Hurley
Gouverneur de la Central Bank & Financial
Services Authority of Ireland

Mervyn King (à compter du 1^{er} juillet 2003)
Gouverneur de la Bank of England

Klaus Liebscher
Gouverneur de l'Oesterreichische Nationalbank

Yves Mersch
Gouverneur de la Banque centrale du
Luxembourg

Christian Noyer (à compter du 1^{er} novembre 2003)
Gouverneur de la Banque de France

Guy Quaden
Gouverneur de la Banque nationale de Belgique

Jean-Claude Trichet (jusqu'au 31 octobre 2003)
Gouverneur de la Banque de France

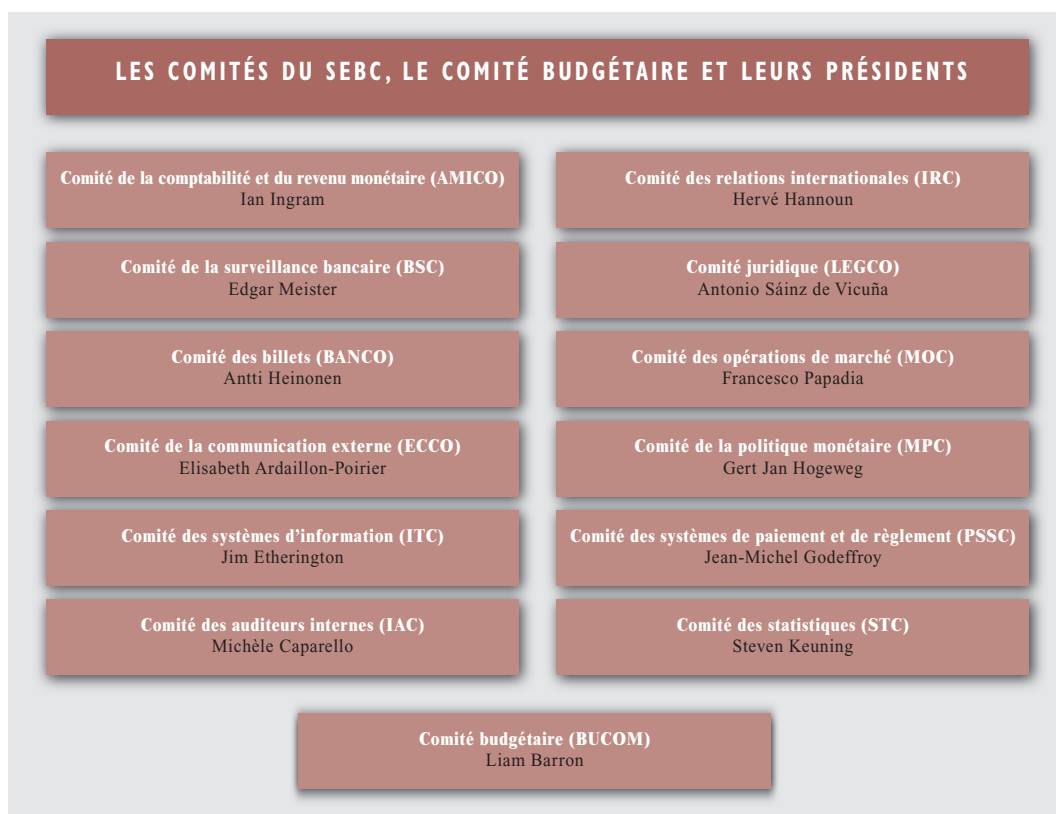
Matti Vanhala*
Gouverneur de Suomen Pankki

Nout Wellink
Président de la De Nederlandsche Bank

Ernst Welteke
Président de la Deutsche Bundesbank

* Représenté sur la photo par Matti Louekoski, sour-gouverneur de Suomen Pankki

I.5 LES COMITÉS DU SEBC ET LE COMITÉ BUDGÉTAIRE



Les comités du SEBC ont continué de jouer un rôle important dans l'accomplissement des missions de l'Eurosystème/SEBC. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les comités du SEBC ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de prise de décision. Les comités du SEBC se composent généralement uniquement de membres du personnel des banques centrales de l'Eurosystème. Toutefois, les BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro peuvent participer aux réunions des comités du SEBC chaque fois que ceux-ci traitent de questions relevant du domaine de compétence du Conseil général. Le cas échéant, d'autres organismes compétents peuvent également être invités, comme les autorités de surveillance nationales dans le cas du Comité de la surveillance bancaire. Depuis la signature du Traité d'adhésion en avril 2003 et

conformément à la décision d'inviter les gouverneurs des banques centrales des pays adhérents à participer aux réunions du Conseil général, des experts de ces banques centrales sont conviés à assister, en qualité d'observateurs, aux réunions des comités du SEBC chaque fois que ceux-ci traitent de questions relevant du domaine de compétence du Conseil général. Il existe actuellement douze comités, qui ont tous été créés en application de l'article 9 du Règlement intérieur de la BCE.

Le Comité budgétaire, créé en application de l'article 15 du Règlement intérieur de la BCE, assiste le Conseil des gouverneurs pour les questions se rapportant au budget de la BCE.

I.6 LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Outre les organes de décision, le gouvernement d'entreprise de la BCE recouvre également plusieurs niveaux de contrôle, tant internes qu'externes.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE EXTERNES

Les statuts du SEBC prévoient deux niveaux : le commissaire aux comptes extérieur, qui vérifie les comptes annuels de la BCE (article 27.1 des statuts du SEBC) et la Cour des comptes européenne, qui examine l'efficacité de la gestion de la BCE (article 27.2).

En août 2002, le Conseil des gouverneurs a décidé que, afin de donner toutes les garanties au public quant à l'indépendance du commissaire aux comptes extérieur de la BCE, le principe d'une rotation des cabinets d'audit serait appliqué. Cette décision a été mise en œuvre dans le cadre de la procédure de nomination du commissaire aux comptes extérieur de la BCE (article 27.1 des statuts du SEBC). Le nouvel auditeur externe a pris ses fonctions en septembre 2003².

Le rapport annuel de la Cour des comptes européenne, ainsi que la réponse de la BCE, sont publiés sur le site internet de la BCE et au Journal officiel de l'Union européenne.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE INTERNES

En 2003, l'audit interne de la BCE a continué de conduire des missions d'audit sous la responsabilité du Directoire. Son mandat est défini dans la Charte d'audit de la BCE³. L'audit interne examine et évalue, sur une base *ad hoc*, l'adéquation et l'efficacité du système de contrôle interne de la BCE et la qualité des résultats de cette dernière dans l'accomplissement des responsabilités qui lui sont dévolues. Comme cela a été approuvé par le Directoire, il adhère aux Normes internationales pour la pratique professionnelle de l'audit interne définies par l'Institut des auditeurs internes.

Le Comité des auditeurs internes, comité du SEBC créé en vertu d'un mandat du Conseil des gouverneurs, se compose des responsables de l'audit interne à la BCE et dans les BCN. Il est chargé d'assurer la coordination afin de veiller à ce que les projets et les systèmes opérationnels communs au SEBC soient couverts par des procédures d'audit.

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche fonctionnelle, en vertu de laquelle chaque unité organisationnelle (Division, Direction ou Direction générale) est responsable de son propre contrôle interne et de son efficacité. À cette fin, ces unités mettent en œuvre un ensemble de procédures de contrôle opérationnel dans leur domaine de responsabilité. Ainsi, un ensemble de règles et procédures, dit « muraille de Chine » est en place pour empêcher que des informations internes, provenant par exemple des cercles responsables de la mise en œuvre de la politique monétaire, ne parviennent aux services en charge de la gestion des réserves de change de la BCE et de son portefeuille de fonds propres. Outre ces contrôles, la Direction Planification et contrôle budgétaire, la Division Gestion des risques et la Direction de l'Audit interne conseillent les différents métiers et le Directoire et leur font des propositions sur des questions de contrôle spécifiques touchant l'organisation globale.

Les membres du Conseil des gouverneurs adhèrent à un Code de conduite qui reflète leur responsabilité en matière de sauvegarde de l'intégrité et de l'image de l'Eurosystème et de maintien de l'efficacité de son fonctionnement⁴. Le Conseil des gouverneurs a également nommé un conseiller chargé de donner à ses membres des orientations s'agissant de certains aspects relatifs à

2 À l'issue d'une procédure d'appel d'offres, le cabinet KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft a été nommé commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour un mandat de cinq ans.

3 La Charte d'audit de la BCE est publiée sur le site internet de la BCE afin de favoriser la transparence concernant les dispositions en vigueur à la BCE en matière d'audit.

4 Cf. le Code de conduite des membres du Conseil des gouverneurs, JO C 123 du 24.05.2002 et le site internet de la BCE

l'éthique professionnelle. Le code de conduite des membres du Conseil des gouverneurs est comparable au Code de conduite de la Banque centrale européenne qui fournit lui-même des orientations et établit des critères de référence à l'intention du personnel de la BCE et des membres du Directoire, qui sont tous incités à maintenir une éthique professionnelle élevée dans l'accomplissement de leur missions⁵.

La BCE a également adopté des règles détaillées destinées à prévenir l'utilisation abusive d'informations sensibles relatives aux marchés financiers (règles relatives aux délits d'initiés). Il est par conséquent interdit au personnel de la BCE et aux membres du Directoire de profiter, directement ou indirectement, des informations internes auxquelles ils ont accès lorsqu'ils se livrent à des activités financières à titre personnel et pour compte propre, ou au titre de et pour le compte de tiers⁶. Un Conseiller pour les questions d'éthique, nommé par le Directoire, veille à une interprétation cohérente de ces règles.

LES MESURES ANTIFRAUDE

En 1999, le Parlement européen et le Conseil de l'UE ont adopté le Règlement (CE) n° 1073/1999 relatif aux enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude⁷ (*European Anti-Fraud Office*) (« Règlement OLAF ») afin de renforcer la lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers communautaires. Ce règlement permet notamment à l'OLAF, en cas de suspicion de fraude, de procéder à des enquêtes internes au sein des institutions, organes et organismes de la Communauté.

Tout en reconnaissant et en acceptant pleinement la nécessité de mesures énergiques de lutte contre la fraude, le Conseil des gouverneurs a estimé que l'indépendance de la BCE et ses missions statutaires interdisaient l'application du Règlement OLAF à la BCE. À la place, il a adopté la Décision BCE/1999/5 distincte, en date du 7 octobre 1999, concernant la prévention de la fraude et instituant un dispositif antifraude

exhaustif, lui-même placé sous le contrôle d'un Comité antifraude indépendant. La création de ce comité indépendant a renforcé les niveaux de contrôle existant initialement au sein de la BCE. En 2003, le Comité antifraude s'est réuni une fois et a été tenu régulièrement informé par la Direction de l'Audit interne de toutes les questions ayant trait à l'accomplissement de ses missions.

Par la suite, la Commission européenne, avec le soutien du Royaume des Pays-Bas, du Parlement européen et du Conseil de l'UE, a contesté la validité de cette décision (Cas C-11/00). Le 10 juillet 2003, la Cour de justice européenne a statué sur les recours introduits par ces parties et annulé la Décision BCE/1999/5.

L'arrêt de la Cour a inscrit sans ambiguïté la BCE « dans le cadre de la Communauté ». Dans le même temps, il a établi que le législateur avait voulu garantir que la BCE puisse exercer en toute indépendance les missions qui lui sont imparties. La Cour a néanmoins relevé que cette indépendance n'a pas pour conséquence de séparer totalement la BCE de la Communauté et de l'exonérer des règles du droit communautaire. Ce jugement est conforme à l'approche adoptée par la BCE. L'application du Règlement OLAF ne devrait pas compromettre l'accomplissement en toute indépendance des missions de la BCE.

La BCE finalise actuellement une nouvelle décision qui prendra en compte intégralement l'arrêt rendu par la Cour.

5 Cf. le Code de conduite de la Banque centrale européenne conformément à l'article 11.3 du Règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO C 76 du 08.03.2001 et le site internet de la BCE

6 Cf. la partie 1.2 du Règlement concernant le personnel de la BCE qui contient les règles relatives au comportement et au secret professionnel, JO C 236 du 22.08.2001 et le site internet de la BCE

7 Cf. le Règlement (CE) n° 1073/1999 du Parlement européen et du Conseil du 25 mai 1999 concernant les enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), JO L 166 du 31.05.1999. Cf. également le Règlement identique (Euratom) n° 1074/1999 du 25 mai 1999 concernant les enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), JO L 136 du 31.05.1999

2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION

2.1 LES RESSOURCES HUMAINES

LES EFFECTIFS

L'effectif total budgété pour 2003 était de 1 271,5 personnes (en postes équivalents-temps plein). À fin 2003, 1 217 personnes (1 213,5 en équivalents-temps plein) étaient employées à la BCE contre 1 109 (1 105,5 en équivalents-temps plein) à fin 2002. L'effectif moyen du personnel employé par la BCE en 2003 était de 1 160 personnes, contre 1 080 en 2002. En 2003, 151 agents ont été recrutés et 41 ont cessé de travailler à la BCE. Le nombre de postes équivalents-temps plein pour 2004 a été fixé à 1 362,5, soit une hausse de 7,1 % par rapport à 2003.

Depuis le 1^{er} janvier 2003, tous les emplois vacants ont été ouverts aux ressortissants des pays adhérents. La BCE a lancé avec succès des campagnes de recrutement auprès des ressortissants de ces pays, afin de pourvoir des postes de traducteur, juriste-linguiste et conseiller juridique. Actuellement, 39 agents issus des pays adhérents sont employés sous contrat à plus d'un an.

En 2003, la BCE a accueilli 90 experts de BCN pour des périodes courtes, de quatre mois en moyenne. Parmi ces experts, 48 venaient des banques centrales des pays adhérents. Ces missions de courte durée se sont avérées particulièrement utiles tant pour la BCE que pour les banques centrales considérées dans le cadre des préparatifs à l'élargissement de l'UE.

En 2003, la BCE a proposé 113 contrats de courte durée (y compris les renouvellements) pour remplacer les agents en congé de maternité, en congé parental ou sans solde, contre 60 en 2002.

La BCE a proposé à 166 étudiants et diplômés, ayant essentiellement une formation économique, des contrats d'une durée de trois à quatre mois en moyenne. En 2002, ils étaient 135 à en avoir bénéficié. En 2003, 48 stagiaires étaient des ressortissants d'un pays adhérent.

Dans le cadre de son *Programme d'accueil des chargés de mission*, consacré à des projets de recherche scientifique de haut niveau dans le domaine de la politique monétaire, 24 chargés de mission ont été accueillis en 2003 contre 20 en 2002 (cf. la section 5 du chapitre 2).

Le Programme supérieur de recherche, destiné aux étudiants chercheurs de haut niveau en fin de doctorat, a attiré douze participants, soit le même nombre qu'en 2002.

LA MOBILITÉ INTERNE

En 2003, 93 personnes ont reçu une nouvelle affectation permanente après avoir postulé à des postes vacants internes. En outre, la BCE a favorisé la mobilité interne temporaire. Douze agents ont occupé un autre poste durant une période limitée afin d'acquérir une expérience professionnelle ou de répondre à un besoin urgent mais ponctuel avant de retrouver leur poste antérieur.

LA MOBILITÉ EXTERNE

Le Module d'expérience professionnelle en externe a été introduit en début d'année pour élargir les possibilités d'expérience professionnelle du personnel. Dans le cadre de ce module, des agents peuvent être détachés auprès des BCN ou d'organisations internationales et européennes. Trois agents ont participé à ce programme en 2003 pour une période allant de deux à cinq mois.

LA GARDERIE D'ENFANTS ET L'ÉCOLE EUROPÉENNE

Les locaux de la garderie d'enfants de la BCE ont été agrandis, avec l'ajout d'une troisième structure permanente, offrant 90 places supplémentaires environ destinées aux enfants du personnel de la BCE. Au total, 221 places sont désormais disponibles pour les enfants âgés de plus de trois mois.

Les classes secondaires de l'École européenne de Francfort ont ouvert leurs portes en septembre 2003 et offrent cinq niveaux. Comme pour les classes primaires et maternelles, elles

comportent quatre sections linguistiques : anglais, français, allemand et italien.

2.2 LES MESURES VISANT À RENFORCER LE FONCTIONNEMENT DE L'ORGANISATION INTERNE

Depuis 1998, la BCE a fait porter ses priorités sur la mise en place de ses fonctions, la formulation et la mise en œuvre de la politique monétaire unique ainsi que sur l'introduction de l'euro. Parallèlement, néanmoins, la BCE s'est régulièrement étoffée et ses effectifs ont fortement augmenté, nécessitant le renforcement du fonctionnement de son organisation interne. Après le succès du passage à l'euro fiduciaire, le Directoire a décidé par conséquent d'améliorer l'organisation, de poursuivre le développement des structures et processus de gestion et de renforcer les politiques de ressources humaines, en particulier en ce qui concerne le recrutement et l'évolution de carrière.

LA BCE EN MOUVEMENT (*ECB IN MOTION*)

Dans le cadre de l'intérêt croissant porté par la BCE au renforcement de son organisation interne, le Directoire a également décidé, début 2003, de lancer des enquêtes auprès du personnel sur les questions relatives aux principes de gouvernement d'entreprise, de communication interne et d'efficacité organisationnelle. Sur la base des résultats de l'enquête, le Directoire a décidé d'engager une opération visant à améliorer le fonctionnement de la BCE, intitulée *ECB in Motion* (la BCE en mouvement). Cette opération, à laquelle le personnel a été largement associé, s'appuie sur les questions soulevées par les enquêtes. Quatre équipes de projet ont été mises en place, sous la direction d'un bureau de projet et du Directoire. Ces équipes ont émis des propositions concernant la gestion, l'évolution professionnelle, la communication interne et les mesures visant à réduire la bureaucratie. En octobre 2003, le Directoire a approuvé la majeure partie des propositions faites par les quatre équipes de projet et créé une unité

chargée de suivre le développement et l'application des mesures adoptées, dont la plupart devrait être mise en œuvre au 1^{er} juillet 2004.

LA CRÉATION D'UN COMITÉ DE GESTION

Le Directoire a également réexaminé son propre fonctionnement et son rôle dans la gestion de la BCE. Il a décidé d'établir un Comité de gestion chargé de conseiller et d'assister le Directoire en ce qui concerne la gestion de la BCE, son orientation stratégique et la procédure budgétaire annuelle. Cela doit permettre au Directoire de se recentrer sur les préparatifs et la discussion des questions stratégiques, relatives tant aux missions et aux politiques qu'à la structure interne et aux fonctions de la BCE. Le Comité de gestion rend compte au Directoire et est présidé par un de ses membres ; il est composé de hauts responsables de la BCE. Ses travaux ont démarré en octobre 2003.

LA RÉORGANISATION DE LA DIRECTION GÉNÉRALE DES SYSTÈMES D'INFORMATION

Depuis 1994, d'importants efforts ont été réalisés afin de mettre en place les principales infrastructures et applications nécessaires au lancement de la phase III de l'UEM et à l'introduction de l'euro. Au cours de cette période, les départements informatiques de l'IME et de la BCE ont respecté les délais fixés et les systèmes informatiques de la BCE et du SEBC ont administré la preuve de leur efficacité et de leur robustesse.

Début 2002, la BCE a décidé de revoir les modalités relatives à la fourniture de services informatiques afin d'analyser l'organisation, la structure et l'efficacité du processus de livraison des systèmes d'information de la BCE et d'émettre des recommandations concernant ses orientations futures.

En juillet 2003, le Directoire a adopté quatre grandes recommandations qui avaient été formulées en coopération avec un consultant externe sélectionné pour assister la BCE dans cette analyse. Ces recommandations

entraîneront une réorientation stratégique de la fourniture de services informatiques et comportent les mesures suivantes :

- la gestion du portefeuille de projets informatiques ciblée sur une définition appropriée des priorités et sur l'allocation des ressources et du budget sera renforcée ;
- la Direction générale des Systèmes d'information a été réorganisée en vue de recentrer les efforts sur l'amélioration de la gestion de projets et des capacités de mise en œuvre. En conséquence, les agents de la Direction générale concernée se concentreront davantage sur la gestion de projets en interne et sur le développement des compétences nécessaires pour faire face à la demande croissante de projets informatiques émanant des différents métiers de la BCE et du SEBC ;
- la BCE privilégiera davantage l'élaboration et la mise en application de normes communes d'architecture informatique afin de réduire la complexité et les coûts de la maintenance de l'environnement informatique ;
- enfin, la BCE réexaminera ses choix concernant l'exercice en interne ou l'externalisation des activités informatiques en termes de fonctionnement, de support et d'infrastructure.

La nouvelle structure organisationnelle s'articule autour de trois départements : une Direction des Projets informatiques, une Division de la Production informatique et du support et une Division de la Stratégie et de la gouvernance informatique. La mise en œuvre des autres recommandations a commencé et devrait être achevée d'ici fin 2004.

LA RÉORGANISATION DE LA DIRECTION GÉNÉRALE DES STATISTIQUES

En 2003, la Direction générale des Statistiques a fait l'objet d'une réorganisation. Depuis la création de la BCE, la production et les effectifs

de cette direction ont plus que doublé, alors que la structure organisationnelle n'a pratiquement pas changé. La stratégie à moyen terme en matière de statistiques, telle qu'adoptée par la BCE début 2003 (cf. la section 4 du chapitre 2), n'a pu être mise en œuvre qu'au terme d'une analyse organisationnelle des structures de la Direction générale. Cette étude a débuté en février 2003 et a été effectuée par une équipe comprenant notamment un expert venant d'une BCN. Sur la base de ses propositions, le Directoire a donné son accord à une nouvelle structure organisationnelle devant être mise en place au 1^{er} février 2004.

L'une des principales caractéristiques de cette réorganisation est le renforcement de l'orientation de la Direction générale des Statistiques sur les utilisateurs, notamment par le biais d'un service d'information centralisé. En outre, la nouvelle structure permet d'accroître l'efficacité et l'efficacité en matière d'élaboration de nouvelles statistiques et normes statistiques en regroupant des postes de travail, jusqu'alors dispersés, au sein d'une nouvelle division distincte.

2.3 LES NOUVEAUX SITES DE LA BCE

Actuellement installée dans plusieurs bâtiments loués, la BCE a décidé de faire construire de nouveaux locaux. À cet effet, elle a acquis un site appartenant à la ville de Francfort, la *Grossmarkthalle*. Dans le cadre du projet « Nouveau site de la BCE », un appel d'offres a été lancé auprès des architectes du monde entier en vue de leur participation à un concours, la date limite de dépôt des candidatures étant fixée au 20 janvier 2003. La BCE a reçu les candidatures de plus de 300 architectes en provenance de trente et un pays répartis sur les cinq continents. En avril, un Comité de présélection, composé de cinq experts de la BCE, avec l'appui de cinq architectes, a retenu 80 candidats, dont 70 architectes « confirmés » et 10 jeunes architectes. Les 80 candidats ont été conviés à participer à une séance de questions-réponses à Francfort-sur-le-Main et à

visiter le site de la *Grossmarkthalle*. Les nombreuses questions soulevées par les experts ont porté sur les spécifications techniques de l'ancien bâtiment de la *Grossmarkthalle*, qui date de 1928, et sur les exigences spécifiques liées à son statut de site classé. Les architectes ont ensuite été invités à présenter anonymement un projet pour la première phase avant le 7 juillet.

Le concours a été soumis à l'appréciation d'un jury international, présidé par le vice-président de la BCE et composé de douze membres : trois membres de la BCE, trois membres des BCN, les cinq architectes externes de réputation internationale, membres du Comité de présélection, et un représentant de la ville de Francfort-sur-le-Main. Les 28 et 29 août, le jury a sélectionné douze candidats qui ont été admis à participer à la seconde phase du concours. La BCE a demandé aux douze candidats retenus de présenter un projet architectural détaillé avant le 12 décembre. Le jury a choisi les trois lauréats le 13 février 2004⁸. L'ensemble des projets soumis dans les deux phases du concours ont été ensuite montrés au public dans le cadre d'une exposition de trois semaines au *Deutsches Architektur Museum* à Francfort-sur-le-Main.

La BCE peut demander aux lauréats de revoir leurs projets architecturaux en fonction des recommandations du jury et d'exigences fonctionnelles et techniques supplémentaires fixées par elle. Après avoir examiné et évalué les projets définitifs, la BCE attribuera le contrat pour la réalisation des nouveaux bâtiments de la BCE au candidat qui, de l'avis de la BCE, aura satisfait au mieux aux critères de choix. Le processus de planification démarrera ensuite et le début de la construction est prévu pour fin 2006.

⁸ Un communiqué de presse et des photographies sont disponibles sur le site internet de la BCE.

3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC

Deux réunions ont eu lieu en 2003 au titre du dialogue social au sein du SEBC, au cours desquelles des représentants du personnel de toutes les banques centrales du SEBC et les fédérations syndicales européennes se sont rencontrés à la BCE pour débattre des évolutions du SEBC ayant une incidence sur la situation du personnel des BCN. Des représentants du personnel des dix banques centrales des pays adhérents ont été invités à participer en tant qu'observateurs.

Comme lors des années précédentes, les discussions ont essentiellement porté sur les billets de banque, les systèmes de paiement, la stabilité financière et la surveillance prudentielle.

Dans le domaine des billets de banque, il a été traité des accords relatifs à la fabrication des billets sur le long terme (cf. la section 3 du chapitre 2). Les représentants des personnels ont fait valoir que les billets de banque étaient un bien public et souligné que leur qualité et leur sécurité étaient essentielles pour la confiance du public. Ils ont aussi estimé que la sécurité de l'emploi des personnels des imprimeries devait être préservée pour différentes raisons, en particulier en reconnaissance des efforts importants accomplis pour que les billets en euros soient fabriqués en temps voulu pour le passage à l'euro fiduciaire. Par conséquent, les banques centrales devraient continuer d'être associées à tous les processus liés aux billets, et en particulier à leur fabrication.

En ce qui concerne les systèmes de paiement, les progrès accomplis dans le cadre des préparatifs pour *Target 2* (cf. la section 2 du chapitre 2) ont été au centre des discussions. La BCE a informé de façon régulière les participants au dialogue social au sein du SEBC des avancées réalisées. Les représentants du personnel ont commenté les solutions possibles et exprimé une préférence pour une solution décentralisée s'inspirant du système actuel.

S'agissant de la stabilité financière et de la surveillance prudentielle, la BCE a fourni aux participants des informations relatives à la réforme des dispositifs de l'UE en matière de réglementation, de surveillance et de stabilité financières, à la mise en œuvre du dispositif Lamfalussy dans le secteur bancaire, au processus de révision, par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, des normes relatives à l'adéquation des fonds propres des banques (le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres), et aux réformes des structures nationales de surveillance (cf. la section 2 du chapitre 3). Les représentants du personnel ont réaffirmé leur préférence pour que les missions ayant trait à la stabilité financière et à la surveillance prudentielle soient assurées par les banques centrales.

Les réunions au titre du dialogue social au sein du SEBC ont permis également de débattre de questions plus générales telles que le développement de programmes de formation communs et d'une culture d'entreprise au sein du SEBC, les préparatifs de la BCE en vue de l'élargissement du SEBC en 2004 et les restructurations de certaines BCN à la suite de la mise en place de l'Eurosystème. S'agissant de cette dernière question, les facteurs à l'origine de ces réorganisations ont été débattus et les représentants du personnel ont exprimé leur inquiétude en ce qui concerne le maintien du niveau de l'emploi au sein des BCN.

Les points de vue et préoccupations exprimés par les représentants des syndicats ont été transmis au Conseil des gouverneurs et au Conseil général.

Lors de ces réunions, la BCE a souligné que, dans ses prises de décisions, le Conseil des gouverneurs applique les principes d'efficacité, d'efficacité, de sécurité, ainsi que de hauts niveaux de qualité et de service. De plus, l'incidence de ses décisions sur l'emploi et les conditions sociales est prise en compte.

En octobre 2003, la BCE a lancé une Lettre d'information sur le dialogue social au sein du SEBC afin d'améliorer l'échange d'informations entre les réunions et la compréhension mutuelle des sujets traités. Enfin, les participants ont souligné la nécessité de renforcer la culture d'entreprise au sein du SEBC. À cet effet, des actions communes de formation sont organisées.

4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE

BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2003

ACTIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2003 EUROS	2002 EUROS
Avoirs et créances en or	1	8 145 320 117	8 058 187 254
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	2		
Créances sur le FMI		211 651 948	164 788 323
Créances auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		28 593 384 857	37 151 511 287
		28 805 036 805	37 316 299 610
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	2	2 799 472 504	3 047 976 497
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	3		
Comptes auprès des banques, titres et prêts		474 743 402	183 237 923
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	4	25 000	0
Créances intra-Eurosystème	5		
Créances relatives à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		34 899 471 205	28 681 074 010
Autres créances intra-Eurosystème (net)		4 599 894 403	5 468 478 796
		39 499 365 608	34 149 552 806
Autres actifs	6		
Immobilisations corporelles		128 911 950	112 624 758
Autres actifs financiers		5 573 756 258	5 529 030 465
Produits à recevoir et charges constatées d'avance		590 646 023	1 260 718 561
Divers		37 791 421	609 968 394
		6 331 105 652	7 512 342 178
Perte de l'exercice		476 688 785	0
Total de l'actif		86 531 757 873	90 267 596 268

PASSIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2003 EUROS	2002 EUROS
Billets en circulation	7	34 899 471 205	28 681 074 010
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	8	1 065 000 000	1 036 000 000
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	9	146 867 501	227 805 777
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	10		
Dépôts, comptes et autres engagements		1 452 432 822	5 192 380 656
Engagements intra-Eurosystème	11		
Engagements au titre du transfert de réserves de change		40 497 150 000	40 497 150 000
Autres engagements	12		
Charges à payer et produits constatés d'avance		1 162 299 071	1 417 939 194
Divers		174 890 973	75 191 137
		1 337 190 044	1 493 130 331
Provisions	13	87 195 777	2 644 780 685
Comptes de réévaluation	14	2 176 464 065	4 404 834 096
Capital et réserves	15		
Capital		4 097 229 250	4 097 229 250
Réserves		772 757 209	772 757 209
		4 869 986 459	4 869 986 459
Bénéfice de l'exercice		0	1 220 454 254
Total du passif		86 531 757 873	90 267 596 268

COMPTE DE RÉSULTAT POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2003

	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2003 EUROS	2002 EUROS
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises		541 294 375	990 618 897
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		698 245 187	726 917 226
Autres produits d'intérêt		1 449 963 923	1 965 003 344
<i>Produits d'intérêt</i>		<i>2 689 503 485</i>	<i>3 682 539 467</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés		(807 683 148)	(1 140 963 789)
Autres charges d'intérêt		(1 166 693 660)	(1 547 042 623)
<i>Charges d'intérêt</i>		<i>(1 974 376 808)</i>	<i>(2 688 006 412)</i>
Produit net d'intérêt	20	715 126 677	994 533 055
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	21	525 260 622	735 425 388
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	22	(3 972 689 560)	(276 955 036)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change et de taux d'intérêt		2 568 708 838	154 000 000
Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques		(878 720 100)	612 470 352
Produit (charge) net de commissions	23	(63 466)	(227 158)
Autres produits	24	2 911 280	3 744 153
Total des produits nets		(160 745 609)	1 610 520 402
Charges de personnel	25 et 26	(129 886 988)	(120 003 344)
Autres charges d'exploitation	27	(153 549 282)	(133 966 576)
Amortissement des immobilisations corporelles	28	(30 410 140)	(17 738 206)
Services de production des billets	29	(2 096 766)	(118 358 022)
(Perte)/Bénéfice de l'exercice		(476 688 785)	1 220 454 254

Francfort-sur-le-Main, 9 mars 2004

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
Jean-Claude Trichet
Président

LES PRINCIPES ET MÉTHODES COMPTABLES¹

LA FORME ET LA PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

Les états financiers de la Banque centrale européenne (BCE) ont été élaborés de manière à donner une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations. Ils ont été établis conformément aux principes et méthodes comptables² que le Conseil des gouverneurs de la BCE estime adaptés à la nature de l'activité d'une banque centrale et qui sont exposés ci-après.

LES PRINCIPES COMPTABLES

Les principes comptables appliqués sont les suivants : la réalité économique et la transparence, la prudence, la prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture du bilan, l'importance relative, le principe de spécialisation des exercices, le principe de continuité de l'exploitation, la permanence des méthodes et la comparabilité.

LA BASE COMPTABLE

Les comptes ont été établis sur la base des coûts historiques, modifiés pour valoriser au prix de marché les titres négociables, l'or ainsi que l'ensemble des éléments d'actif et de passif libellés en devises inscrits au bilan et hors bilan. Les opérations portant sur des actifs et passifs financiers sont comptabilisées à la date de règlement.

LES ACTIFS ET PASSIFS EN OR ET EN DEVISES

Les actifs et passifs libellés en devises sont convertis en euros sur la base du cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et charges sont convertis sur la base du cours de change en vigueur lors de la transaction. La réévaluation des éléments d'actif et de passif libellés en devises s'effectue devise par devise, pour les instruments inscrits au bilan comme pour le hors bilan.

La réévaluation au prix du marché des éléments d'actif et de passif libellés en devises est traitée indépendamment de la réévaluation du cours de change.

L'or est valorisé au cours prévalant sur le marché à la fin de l'exercice. Il n'est fait aucune différence entre l'effet prix et l'effet cours de change pour la réévaluation de l'or. L'or est valorisé uniquement sur la base de son prix en euros par once d'or fin, calculé à partir du taux de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 31 décembre 2003.

LES TITRES

Tous les titres de créance et autres actifs négociables sont valorisés au prix moyen du marché à la date de clôture de l'exercice, titre par titre. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2003, les prix moyens du marché au 30 décembre 2003 ont été utilisés. Les titres non négociables sont valorisés à leur prix d'acquisition.

LES MODALITÉS D'ENREGISTREMENT DES PRODUITS

Les produits et charges sont pris en compte pendant la période au cours de laquelle ils sont respectivement acquis ou dus. Les plus-values et moins-values réalisées sur la vente de devises, d'or et de titres sont portées au compte de résultat. Ces plus-values et moins-values réalisées sont calculées par rapport au coût moyen de l'actif concerné.

Les plus-values latentes ne sont pas enregistrées en produits, mais directement dans un compte de réévaluation.

Les moins-values latentes sont portées au compte de résultat pour la partie qui excède les gains de réévaluation précédemment enregistrés dans le compte de réévaluation correspondant. Les moins-values latentes sur un titre, sur une devise donnée ou sur l'or ne sont pas compensées par des plus-values latentes portant respectivement sur d'autres titres, devises ou

¹ Les principes et méthodes comptables de la BCE sont exposés de manière détaillée dans une décision du Conseil des gouverneurs de la BCE du 5 décembre 2002 (BCE/2002/11), JO L 58, 03.03.2003.

² Ces principes et méthodes sont conformes aux dispositions de l'article 26.4 des statuts du SEBC, qui imposent la normalisation des règles relatives aux procédures comptables et d'information financière régissant les opérations de l'Eurosystème.

sur de l'or. Dans le cas d'une moins-value latente sur un poste du bilan à la fin de l'exercice, le coût moyen de ce poste est ramené au taux de change et/ou la valeur de marché en fin d'année.

Les primes ou décotes nées de l'acquisition de titres sont assimilées à des intérêts et étalées sur la durée de vie résiduelle de la ligne de titres concernée.

LES OPÉRATIONS DE CESSIION TEMPORAIRE

Dans le cadre d'une mise en pension, des titres sont vendus contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les racheter à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées au passif du bilan et donnent également lieu à une charge d'intérêt dans le compte de résultat. Les titres vendus dans le cadre d'un accord de ce type restent inscrits au bilan de la BCE.

Dans le cadre d'une prise en pension, des titres sont acquis contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les revendre à la contrepartie à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées à l'actif du bilan, mais ne sont pas incluses dans le portefeuille de titres de la BCE et donnent lieu à un produit d'intérêt dans le compte de résultat.

Les opérations de cession temporaire (y compris les opérations de prêts de titres) effectuées dans le cadre d'un programme automatisé de prêt de titres ne sont comptabilisées dans le bilan que dans le cas où la garantie est fournie à la BCE sous la forme d'espèces pendant toute la durée de l'opération. En 2003, la BCE n'a pas reçu de garanties sous cette forme sur toute la durée de telles opérations.

LES INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Les instruments en devises, à savoir les opérations de change à terme, les composantes à terme des *swaps* de change et autres instruments en devises entraînant l'échange d'une devise contre une autre à une date future

sont inclus dans les positions nettes en devises pour le calcul des gains et des pertes de change. La réévaluation des instruments de taux d'intérêt s'effectue ligne à ligne. Les encours des contrats à terme sur taux d'intérêt sont comptabilisés dans des comptes hors bilan. Depuis 2003, les appels de marge quotidiens sont enregistrés dans le compte de résultat.

LES ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

Les actifs et les passifs font l'objet d'un ajustement pour tenir compte d'événements survenus entre la date de la clôture de l'exercice et la date d'approbation des états financiers par le Conseil des gouverneurs de la BCE, dès lors que ces événements affectent de manière significative les éléments d'actif et de passif du bilan.

LES SOLDES INTRA-SEBC/LES SOLDES INTRA-EUROSYSTÈME

Les transactions intra-SEBC sont des opérations transfrontières réalisées entre deux banques centrales de l'UE. Elles sont principalement traitées *via* le système *Target* – Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel (cf. chapitre 2) – et font apparaître des soldes bilatéraux sur les comptes réciproques des banques centrales de l'UE connectées à *Target*. Ces soldes bilatéraux sont quotidiennement affectés à la BCE, chaque BCN n'ayant ainsi qu'une position bilatérale nette unique vis-à-vis de la seule BCE. Cette position, inscrite sur les livres de la BCE, représente la créance nette ou l'engagement net de chaque BCN envers le reste du SEBC.

Les soldes intra-SEBC des BCN de la zone euro (à l'exception du capital de la BCE et des positions résultant du transfert d'avoirs de réserve à la BCE) sont présentés comme des créances ou des engagements au sein de l'Eurosystème et figurent dans le bilan de la BCE sous la forme d'une position nette unique à l'actif ou au passif.

Les soldes intra-Eurosystème résultant de la répartition des billets en euros au sein de

l'Eurosystème figurent sous la forme d'un actif net unique dans le poste « Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. le paragraphe intitulé *Billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

Les soldes intra-SEBC des BCN n'appartenant pas à la zone euro (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank et Bank of England) auprès de la BCE figurent dans le poste « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ».

LE TRAITEMENT DES IMMOBILISATIONS

Les immobilisations, à l'exception des terrains, sont valorisées à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. Les terrains sont enregistrés à leur coût d'acquisition. La méthode de calcul appliquée est celle de l'amortissement linéaire, celui-ci partant du trimestre qui suit l'acquisition et s'étalant sur la durée de vie estimée de l'actif, à savoir :

Ordinateurs, matériel et logiciels informatiques connexes, véhicules	4 ans
Matériel, mobilier et équipement	10 ans
Immeubles et dépenses immobilisées	25 ans
Immobilisations dont le coût est inférieur à 10 000 euros	Passées en totalité en charge l'année de leur acquisition

La période d'amortissement des immeubles et dépenses immobilisées liés aux locaux actuels de la BCE a été réduite afin de garantir que ces actifs soient passés en totalité en charge à fin 2008, date à laquelle la BCE devrait s'être installée dans ses locaux définitifs.

LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE

La BCE gère un régime de retraite à cotisations définies. Les actifs de ce plan, dont l'unique objectif est de verser des pensions aux participants à ce dispositif et à leurs ayants droit, sont inclus dans les autres actifs de la BCE et sont identifiés séparément dans l'annexe au bilan. Les plus-values et moins-values réalisées sur les actifs du fonds de pension sont considérées comme des produits et

des charges du plan de retraite l'année au cours de laquelle ils apparaissent. Les pensions payables à partir du compte principal des prestations, alimenté par les cotisations de la BCE, comportent des garanties minimales inhérentes aux régimes à cotisations définies.

LES BILLETS EN CIRCULATION

La BCE et les douze BCN de la zone euro, qui constituent ensemble l'Eurosystème, émettent des billets de banque en euros³. La valeur totale des billets en euros en circulation est répartie entre les banques centrales de l'Eurosystème le dernier jour ouvré de chaque mois, conformément à la clé de répartition des billets⁴. La part attribuée à la BCE représente 8 % de la valeur totale des billets en euros en circulation et figure au passif du bilan sous la rubrique « Billets en circulation ». La part allouée à la BCE est adossée à des créances sur les BCN. Ces créances, qui sont rémunérées⁵, figurent dans la sous-rubrique « Créances intra-Eurosystème : créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. le paragraphe intitulé *Les soldes intra-SEBC/Les soldes intra-Eurosystème* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables). Les produits d'intérêt de ces créances sont inclus dans le poste « Produit net d'intérêt ». Le Conseil des gouverneurs a décidé que ces revenus seraient versés de manière distincte aux BCN, sous la forme d'un acompte sur dividende à la fin de chaque trimestre⁶. Ils seront répartis en totalité, sauf si le bénéfice net de la BCE pour l'exercice est inférieur au revenu issu des billets en euros en

3 Décision de la BCE du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros (BCE/2001/15), JO L 337, 20.12.2001.

4 La « clé de répartition des billets en euros » désigne les pourcentages résultant de la prise en compte de la part de la BCE dans le total des billets en euros émis et de l'application à la part des BCN dans ce total d'une clé de répartition identique à celle du capital souscrit.

5 Décision de la BCE du 6 décembre 2001 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants à compter de l'exercice 2002 (BCE/2001/16), JO L 337, 20.12.2001.

6 Décision de la BCE du 21 novembre 2002 concernant la distribution aux banques centrales des États membres participants du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation (BCE/2002/9), JO L 323, 28.11.2002.

circulation et sous réserve de toute décision du Conseil des gouverneurs d'imputer les charges supportées par la BCE à l'occasion de l'émission et du traitement des billets en euros.

DIVERS

Compte tenu du fait que la BCE est une banque centrale, le Directoire de la BCE estime que la publication d'un tableau de flux de trésorerie ne fournirait pas d'éléments d'information supplémentaires pertinents aux lecteurs des états financiers.

Conformément à l'article 27 des statuts du SEBC et sur recommandation du Conseil des gouverneurs de la BCE, le Conseil de l'Union européenne a approuvé la nomination du cabinet KPMG *Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft* en tant qu'auditeur externe de la BCE pour une période de cinq ans à compter de l'exercice 2003.

ANNEXE AU BILAN

I AVOIRS ET CRÉANCES EN OR

La BCE détient 24,7 millions d'onces d'or fin (24,7 millions d'onces en 2002). Aucune transaction sur or n'a été effectuée en 2003. Le mouvement de bilan par rapport à 2002 est dû à la revalorisation de ces avoirs en fin d'année (cf. *Les actifs et passifs en or et en devises* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	2003 euros	2002 euros	Variation euros
Comptes courants	1 365 187 080	1 249 268 747	115 918 333
Dépôts sur le marché monétaire	1 197 220 582	1 665 333 388	(468 112 806)
Accords de prise en pension	3 834 025 154	8 252 807 861	(4 418 782 707)
Titres	22 196 952 041	25 984 101 291	(3 787 149 250)
Total	28 593 384 857	37 151 511 287	(8 558 126 430)

2 CRÉANCES EN DEVISES SUR DES RÉSIDENTS ET DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Créances sur le FMI

Cette rubrique représente les avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) de la BCE au 31 décembre 2003. Elle résulte de la mise en œuvre d'un dispositif d'achat et de vente de DTS conclu avec le Fonds monétaire international (FMI), en vertu duquel le FMI est autorisé à organiser des ventes et achats de DTS contre euros pour le compte de la BCE, tout en maintenant les avoirs de celle-ci à l'intérieur d'une fourchette prédéfinie. Le DTS est défini comme un panier de devises. Sa valeur est déterminée comme la somme pondérée des taux de change des quatre principales devises (euro, yen, livre sterling et dollar des États-Unis). À des fins comptables, les DTS sont traités comme des devises (cf. *Les actifs et passifs en or et en devises* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises

Créances en devises sur des résidents de la zone euro

Ces créances sont constituées de comptes ouverts auprès des banques, de prêts libellés en devises étrangères et de placements sous forme de titres, libellés en dollars des États-Unis et en yens. Elles peuvent être ventilées de la façon suivante :

<i>Créances sur des résidents de la zone euro</i>	2003 euros	2002 euros	Variation euros
Comptes courants	26 740	78 898	(52 158)
Dépôts sur le marché monétaire	2 799 445 764	3 047 897 599	(248 451 835)
Total	2 799 472 504	3 047 976 497	(248 503 993)

La contraction de ces postes en 2003 est essentiellement due à la revalorisation en fin d'année des actifs de la BCE libellés en dollars des États-Unis. La dépréciation du dollar des États-Unis vis-à-vis de l'euro a entraîné une diminution substantielle de leur contre-valeur en euros (cf. *Les actifs et les passifs en or et en devises et Les modalités d'enregistrement des produits* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

3 CRÉANCES EN EUROS SUR DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2003, ces créances sont constituées de dépôts bancaires auprès de non-résidents de la zone euro.

4 AUTRES CRÉANCES EN EUROS SUR DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2003, ces créances sont constituées d'un dépôt bancaire auprès d'un résident de la zone euro.

5 CRÉANCES INTRA-EUROSYSTÈME

Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème

Cette rubrique recouvre les créances de la BCE vis-à-vis des BCN de la zone euro relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. *Les billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

Autres créances intra-Eurosystème (nettes)

Cette rubrique recouvre les soldes constitués à l'occasion de l'utilisation du système *Target* par les banques centrales de la zone euro vis-à-vis de la BCE ainsi que les montants dus en liaison avec les acomptes sur dividende versés par la BCE au titre du revenu monétaire. Au 31 décembre 2003, les BCN de la zone euro étaient redevables d'un montant de 533 millions d'euros en liaison avec les acomptes sur dividende versés par la BCE au titre du revenu monétaire. Cette somme représente les acomptes sur dividende versés aux BCN de la zone euro au titre de ce revenu pour les trois premiers trimestres de l'année, qui ont été rappelés par la suite (cf. *Les billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables et la note 20 de l'*Annexe au compte de résultat*).

	2003 euros	2002 euros
Sommes dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de <i>Target</i>	49 646 309 854	56 546 091 330
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de <i>Target</i>	(45 579 175 620)	(50 471 612 534)
Solde <i>Target</i> net	4 067 134 234	6 074 478 796
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables/ (dus aux BCN de la zone euro) au titre de l'acompte sur dividende de la BCE relatif aux billets	532 760 169	(606 000 000)
Autres créances intra-Eurosystème (nettes)	4 599 894 403	5 468 478 796

6 AUTRES ACTIFS

Immobilisations corporelles

Au 31 décembre 2003, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	Valeur nette comptable au 31 déc. 2003 euros	Valeur nette comptable au 31 déc. 2002 euros	Variation euros
Terrains et immeubles	54 929 962	51 496 140	3 433 822
Ordinateurs	45 407 622	33 522 388	11 885 234
Matériel, mobilier, équipement et véhicules	2 149 813	2 575 083	(425 270)
Immobilisations en cours	23 259 861	9 092 185	14 167 676
Autres immobilisations corporelles	3 164 692	15 938 962	(12 774 270)
Total	128 911 950	112 624 758	16 287 192

La principale augmentation de cette rubrique concerne les dépenses immobilisées au titre des installations de la BCE sur son troisième site et l'achat d'équipements informatiques supplémentaires.

Autres actifs financiers

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes :

	2003 euros	2002 euros	Variation euros
Titres libellés en euros	5 276 052 927	5 428 324 673	(152 271 746)
Accords de prise en pension en euros	167 100 400	0	167 100 400
Créances au titre du plan de retraite de la BCE	91 727 194	61 852 580	29 874 614
Autres actifs financiers	38 875 737	38 853 212	22 525
Total	5 573 756 258	5 529 030 465	44 725 793

(a) Les titres en euros et les accords de prise en pension en euros constituent les investissements des fonds propres de la BCE (cf. également la note 12).

- (b) Le portefeuille-titres du plan de retraite de la BCE est évalué à 91,7 millions d'euros (61,9 millions en 2002). Les actifs détenus à ce titre représentent la contrepartie des cotisations de retraite cumulées versées par la BCE et le personnel au 31 décembre 2003 et gérées par un gestionnaire de fonds externe. Les contributions régulières de la BCE et des participants au plan ont été placées sur une base mensuelle. Les actifs détenus au titre de ce plan ne sont pas fongibles avec les autres actifs financiers de la BCE, et les revenus nets de ces actifs ne constituent pas un revenu pour la BCE, mais sont réinvestis dans les fonds concernés, en attendant le versement des prestations. Le gestionnaire de fonds externe valorise les actifs du plan de retraite à partir des prix de marché en fin d'année.
- (c) La BCE détient 3 000 actions de la Banque des règlements internationaux (BRI) qui sont comptabilisées au coût d'acquisition de 38,5 millions d'euros.

Produits à recevoir et charges constatées d'avance

En 2002, cette rubrique comprenait les intérêts courus, à hauteur de 727 millions d'euros, sur les créances de la BCE au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème sur l'ensemble de l'année. À partir de 2003, ces intérêts sont perçus après la fin de chaque trimestre. En conséquence, cette rubrique ne comprend plus que les intérêts courus relatifs au dernier trimestre dus à la BCE, pour un montant de 165 millions d'euros (cf. *Les billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

Le reste de ce solde est composé principalement d'intérêts courus sur des titres et autres actifs financiers.

Divers

En 2002, cette rubrique comprenait l'engagement du versement de l'acompte sur dividende de la BCE relatif aux billets, à hauteur de 606 millions d'euros. En 2003, ce

revenu n'a pas été distribué par la BCE (cf. la note 20 de l'*Annexe au compte de résultat*).

7 BILLETS EN CIRCULATION

Cette rubrique recouvre la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation (cf. *Les billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

8 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS D'AUTRES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Cette rubrique comprend les dépôts effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) en vue de constituer des garanties auprès de la BCE pour les règlements effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro par l'intermédiaire du système *Target*.

9 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Ces engagements représentent principalement les soldes des comptes ouverts auprès de la BCE par les banques centrales nationales de pays ne participant pas à la zone euro provenant d'opérations effectuées par l'intermédiaire du système *Target* (cf. *Les soldes intra-SEBC/ intra-Eurosystème* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

10 ENGAGEMENTS EN DEVICES ENVERS DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Les engagements résultant d'accords de mise en pension conclus avec des non-résidents de la zone euro en liaison avec la gestion des réserves en devises de la BCE sont les suivants :

	2003 euros	2002 euros	Variation euros
Accords de mise en pension	1 452 432 822	5 192 380 656	(3 739 947 834)

11 ENGAGEMENTS INTRA-EUROSISTÈME

Cette rubrique représente les engagements vis-à-vis des BCN de la zone euro provenant du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE. Les engagements sont libellés en euros sur la base de leur valeur au moment de leur transfert. Ils sont rémunérés au dernier taux marginal connu des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, après ajustement pour tenir compte de la non-rémunération de la composante en or (cf. la note 20 de l'*Annexe au compte de résultat*).

	pourcentage	euros
Banque nationale de Belgique	2,8658	1 432 900 000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12 246 750 000
Banque de Grèce	2,0564	1 028 200 000
Banco de España	8,8935	4 446 750 000
Banque de France	16,8337	8 416 850 000
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	424 800 000
Banca d'Italia	14,8950	7 447 500 000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74 600 000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2 139 000 000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1 179 700 000
Banco de Portugal	1,9232	961 600 000
Suomen Pankki	1,3970	698 500 000
Total	80,9943	40 497 150 000

12 AUTRES ENGAGEMENTS

Cette rubrique comprend essentiellement les intérêts dus aux BCN au titre de leurs créances relatives aux réserves de change transférées (cf. note 11). Les obligations de la BCE au titre du fonds de pension, qui englobe une provision fondée sur le rapport de l'actuaire, s'élèvent à 100,6 millions d'euros (72,4 millions en 2002). Les autres charges constatées d'avance et des engagements au titre d'opérations de pension en cours de 64 millions d'euros, menées en liaison avec la gestion des fonds propres de la BCE, sont également inclus dans ce solde (cf. note 6).

13 PROVISIONS

En 2000, une provision générale contre l'exposition importante de la BCE aux risques de change et de taux d'intérêt a été constituée. Le montant de cette provision et son adéquation sont revus chaque année, en fonction de l'évaluation par la BCE de son exposition future aux risques de change et de taux d'intérêt. En raison de la forte dépréciation du dollar des États-Unis vis-à-vis de l'euro en 2003, cette provision a été entièrement utilisée pour couvrir des pertes latentes comptabilisées en fin d'année, essentiellement au titre de la revalorisation des avoirs de la BCE en actifs libellés en dollars des États-Unis (cf. *Les modalités d'enregistrement de produits* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables et la note 22 de l'*Annexe au compte de résultat*)⁷.

Cette rubrique comprend également les provisions liées aux retraites et aux achats de biens et services, ainsi qu'une provision adéquate au titre de l'obligation contractuelle de la BCE de restituer dans leur état initial ses locaux actuels, lorsqu'elle les quittera pour s'installer dans son site d'implantation définitif.

14 COMPTES DE RÉÉVALUATION

Ces comptes représentent les réserves de réévaluation provenant des plus-values latentes sur les actifs et passifs.

	2003 euros	2002 euros	Variation euros
Or	2 070 968 381	1 983 835 491	87 132 890
Devises étrangères	1 901	1 682 723 875	(1 682 721 974)
Titres	105 493 783	738 274 730	(632 780 947)
Total	2 176 464 065	4 404 834 096	(2 228 370 031)

⁷ Décision de la BCE du 21 novembre 2002 concernant la distribution aux banques centrales nationales des États membres participants du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation (BCE/2002/9), JO L 323, 28.11.2002.

15 CAPITAL ET RÉSERVES

Capital

Les souscriptions au capital de la BCE de 5 milliards d'euros entièrement libérées par les BCN de la zone euro s'élèvent à un total de 4 049 715 000 euros et sont ventilées de la manière suivante :

	Pourcentage	Capital souscrit euros	Capital libéré euros
Banque nationale de Belgique	2,8658	143 290 000	143 290 000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1 224 675 000	1 224 675 000
Banque de Grèce	2,0564	102 820 000	102 820 000
Banco de España	8,8935	444 675 000	444 675 000
Banque de France	16,8337	841 685 000	841 685 000
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	42 480 000	42 480 000
Banca d'Italia	14,8950	744 750 000	744 750 000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7 460 000	7 460 000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213 900 000	213 900 000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117 970 000	117 970 000
Banco de Portugal	1,9232	96 160 000	96 160 000
Suomen Pankki	1,3970	69 850 000	69 850 000
Total BCN de la zone euro	80,9943	4 049 715 000	4 049 715 000
Danmarks Nationalbank	1,6709	83 545 000	4 177 250
Sveriges Riksbank	2,6537	132 685 000	6 634 250
Bank of England	14,6811	734 055 000	36 702 750
Total BCN hors zone euro	19,0057	950 285 000	47 514 250
Total BCN de la zone euro et hors zone euro	100,0000	5 000 000 000	4 097 229 250

Les contributions des BCN hors zone euro représentent 5 % de leur part dans le capital souscrit de la BCE et se chiffrent à un total de 47 514 250 euros. Les montants libérés par ces BCN sont des contributions aux coûts de fonctionnement de la BCE. Contrairement aux BCN de la zone euro, les BCN hors zone euro n'ont aucun droit sur les bénéfices distribuables de la BCE, y compris ceux provenant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème, et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

Réserves

Cette rubrique représente le fonds de réserve général de la BCE, créé en application de l'article 33 des statuts du SEBC.

16 ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

MODIFICATIONS DE LA CLÉ DE RÉPARTITION DU CAPITAL DE LA BCE

Contexte

Conformément à l'article 29.3 des statuts du SEBC, la clé applicable aux BCN pour la souscription au capital de la BCE doit être adaptée tous les cinq ans. Le premier ajustement de ce type depuis la création de la BCE a été opéré le 1^{er} janvier 2004. Il sera suivi, le 1^{er} mai 2004, d'une deuxième modification de la clé de répartition du capital de la BCE, à la suite de l'adhésion de dix nouveaux États membres. Conformément à la Décision du Conseil du 15 juillet 2003 relative aux données statistiques devant servir à adapter la clé de répartition pour la souscription au capital de la Banque centrale européenne, les clés de répartition du capital des BCN ont été adaptées comme suit au 1^{er} janvier 2004 :

	Du 1 ^{er} janvier 1999 au 31 décembre 2003 pourcentage	Du 1 ^{er} janvier 2004 au 1 ^{er} mai 2004 pourcentage
Banque nationale de Belgique	2,8658	2,8297
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040
Banque de Grèce	2,0564	2,1614
Banco de España	8,8935	8,7801
Banque de France	16,8337	16,5175
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254
Banca d'Italia	14,8950	14,5726
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019
Banco de Portugal	1,9232	2,0129
Suomen Pankki	1,3970	1,4298
Sous-total pour les BCN de la zone euro	80,9943	79,6384

Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636
Bank of England	14,6811	15,9764
<i>Sous-total pour les BCN hors zone euro</i>	<i>19,0057</i>	<i>20,3616</i>
Total	100,0000	100,0000

INCIDENCE DES MODIFICATIONS

Capital de la BCE

En raison de la diminution globale de 1,3559 % du poids dans le capital de la BCE des BCN de la zone euro (qui ont entièrement libéré leur souscription au capital) et de l'augmentation de celui des BCN hors zone euro (qui ont libéré seulement 5 % de leur souscription), le capital de la BCE a baissé d'un montant total de 64 millions d'euros le 1^{er} janvier 2004.

Créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés à la BCE

Compte tenu de la diminution du poids des BCN de la zone euro (qui ont transféré des réserves de change à la BCE en fonction de leurs parts souscrites dans le capital de la BCE) dans la clé de répartition du capital de la BCE, la créance initiale de 40 497 millions d'euros au titre des avoirs de réserve transférés a également été ajustée en conséquence. Cette opération s'est traduite par une diminution de 678 millions d'euros, remboursés aux BCN de la zone euro.

Modifications au 1^{er} mai 2004

Lorsque les pays adhérents rejoindront l'Union européenne et que les BCN de ces pays intégreront le SEBC, le capital souscrit de la BCE et le plafond du montant des réserves de change qui peuvent être transférées à la BCE augmenteront automatiquement.

INSTRUMENTS DE HORS BILAN

17 PROGRAMME AUTOMATIQUE DE GESTION DE PRÊTS DE TITRES

Dans le cadre de la gestion des fonds propres de la BCE, la BCE a conclu un accord relatif à un programme automatique de gestion de prêts de titres, dans le cadre duquel un intermédiaire spécialement désigné à cet effet conclut des opérations de prêt de titres pour le compte de la BCE avec un certain nombre de contreparties reconnues par la BCE comme contreparties éligibles. Dans le cadre de cet accord, il subsistait au 31 décembre 2003 des opérations de cession temporaire conduites dans le cadre d'accords de mise et de prise en pension, pour des montants respectifs de 0,4 milliard d'euros (1,4 milliard en 2002) (cf. *Les opérations de pension* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

18 CONTRATS À TERME DE TAUX D'INTÉRÊT

En 2003, des contrats à terme de taux d'intérêt libellés en devises ont été utilisés dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE. Au 31 décembre 2003, l'encours des transactions, comptabilisées en valeur nominale, s'élevait à :

Contrats à terme de taux d'intérêt libellés en devises	Montant du contrat contre-valeur en euros
Achats	1 928 169 982
Ventes	610 966 084

19 ENGAGEMENTS EN CAPITAL

Le 5 mars 2002, la BCE et la ville de Francfort-sur-le-Main ont signé un contrat pour l'acquisition d'un site destiné aux futurs locaux de la BCE. Sur la base d'une zone prédéterminée de surface de construction, le prix minimum d'achat a été fixé à 61,4 millions d'euros, payables par tranches, avant le 31 décembre 2004 au plus tard, date du transfert juridique de propriété à la BCE. Une première tranche a été versée à la ville de Francfort en 2003.

ANNEXE AU COMPTE DE RÉSULTAT

20 PRODUIT NET D'INTÉRÊT

Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises

Ce poste comprend les produits d'intérêt, déduction faite des charges d'intérêt, au titre des créances et engagements libellés en devises, comme suit :

	2003 euros	2002 euros	Variation euros
Intérêts sur comptes courants	3 679 287	6 076 316	(2 397 029)
Revenus des dépôts du marché monétaire	45 699 455	76 811 025	(31 111 570)
Prises en pension	66 206 740	120 729 765	(54 523 025)
Revenus nets sur titres	445 357 205	857 373 212	(412 016 007)
Total des produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises	560 942 687	1 060 990 318	(500 047 631)
Charges d'intérêt sur comptes courants	(73 292)	(263 018)	189 726
Mises en pension	(19 575 020)	(70 108 403)	50 533 383
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises (nets)	541 294 375	990 618 897	(449 324 522)

Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème

Ce poste comprend les produits d'intérêt de la BCE liés à sa part de 8 % dans l'émission totale des billets en euros. Les intérêts sur les créances de la BCE au titre de sa part des billets sont déterminés en fonction du dernier taux marginal disponible applicable aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Ces produits sont répartis entre les BCN comme indiqué dans la rubrique *Les billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables.

Sur la base des estimations des résultats financiers de la BCE pour l'exercice se clôturant le 31 décembre 2003, le Conseil des gouverneurs a décidé en décembre 2003 :

- (a) de rappeler les trois acomptes trimestriels sur dividende déjà versés aux BCN pendant

l'année, représentant un montant total de 533 millions d'euros ;

- (b) de ne pas verser le quatrième acompte trimestriel sur dividende, d'un montant de 165 millions d'euros.

Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés

Sous cette rubrique figure la rémunération versée aux BCN de la zone euro à raison de leurs créances sur la BCE au titre des avoirs de réserve transférés en vertu de l'article 30.1 des statuts du SEBC.

Autres produits d'intérêt et Autres charges d'intérêt

Ces postes comprennent les produits et charges d'intérêt résultant des transactions Target et relatifs à d'autres créances et engagements libellés en euros.

Les produits nets d'intérêt ont baissé par rapport à 2002, principalement en raison du nouveau recul des taux d'intérêt en dollar et en euro durant l'année.

21 PLUS/MOINS-VALUES RÉALISÉES SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES

	2003 euros	2002 euros	Variation euros
Plus-values nettes réalisées sur titres	528 606 147	734 191 562	(205 585 415)
Plus-values/ (moins-values) nettes de change réalisées	(3 345 525)	1 233 826	(4 579 351)
Plus-values réalisées sur opérations financières	525 260 622	735 425 388	(210 164 766)

Les plus-values réalisées résultent des cessions de titres dans le cadre d'opérations normales de gestion de portefeuille. Aucune sortie importante de devises n'a été enregistrée en 2003.

22 MOINS-VALUES LATENTES SUR ACTIFS FINANCIERS ET POSITIONS DE CHANGE

	2003 euros	2002 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres (10 349 709)		0	(10 349 709)
Moins-values latentes de change (3 962 339 851)		(276 955 036)	(3 685 384 815)
Total	(3 972 689 560)	(276 955 036)	(3 695 734 524)

Cette charge résulte principalement de l'ajustement du coût d'acquisition moyen des avoirs en dollars de la BCE à leur taux de change à la fin de l'exercice, le 31 décembre 2003, pour prendre en compte la dépréciation de cette monnaie vis-à-vis de l'euro durant l'année. Elle a été partiellement couverte par le recours au solde de la provision générale contre les risques de change et de taux d'intérêt (cf. *Les modalités d'enregistrement des produits* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables et la note 2 dans l'*Annexe au bilan*, respectivement).

23 PRODUIT (CHARGE) NET DE COMMISSIONS

	2003 euros	2002 euros	Différence euros
Commissions (produits) 700 271		634 241	66 030
Commissions (charges) (763 737)		(861 399)	97 662
Produit (charge) net de commissions (63 466)		(227 158)	163 692

Les produits repris sous cette rubrique proviennent principalement des pénalités imposées aux établissements de crédit pour manquement aux obligations en matière de constitution de réserves obligatoires. Les charges concernent en premier lieu des frais à payer sur comptes courants et relatifs à l'exécution de contrats à terme de taux d'intérêt libellés en devises (cf. la note 18 dans l'*Annexe au bilan*).

24 AUTRES PRODUITS

Les divers produits perçus durant l'année proviennent essentiellement de la reprise de provisions administratives devenues sans objet.

25 CHARGES DE PERSONNEL

Les traitements et indemnités (108,2 millions d'euros, après 92,6 millions en 2002) et les cotisations de l'employeur aux régimes de retraite et d'assurance maladie et accidents figurent dans cet intitulé. Les émoluments versés au Directoire de la BCE se sont élevés à un total de 2,0 millions d'euros (2,0 millions en 2002). Les anciens membres du Directoire ou leurs ayants droit n'ont perçu aucune retraite au cours de l'année. Des indemnités temporaires ont été versées aux membres du Directoire qui ont quitté celui-ci. Le régime des traitements et indemnités, y compris les émoluments des titulaires de postes de direction, est calqué pour l'essentiel sur celui des Communautés européennes auquel il est donc comparable.

Le dernier jour ouvré de 2003, la BCE employait 1 213 personnes dont 84 à des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2003 :

	2003	2002
Au 1 ^{er} janvier	1 105	1 043
Nouveaux membres du personnel	149	113
Démissions	41	51
Au 31 décembre	1 213	1 105
Effectif moyen du personnel employé	1 160	1 080

26 LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE

Conformément aux règles du plan de retraite de la BCE, une valorisation actuarielle triennale complète est nécessaire. La dernière valorisation actuarielle complète a été réalisée le 31 décembre 2002, en partant de l'hypothèse du départ à la retraite de tous les membres du personnel et de la fin de tout service comptant pour la retraite à cette date.

Le coût des retraites lié à ce plan est évalué conformément aux conseils d'un actuaire qualifié. Le coût total des retraites pour la BCE, qui comprend une provision pour invalidité et prestations postérieures au départ en retraite, s'est élevé à 21,7 millions d'euros (27,4 millions en 2002). Cette somme comprend une provision de 1,9 million d'euros au titre des retraites des membres du Directoire (2,1 millions en 2002) et des cotisations supplémentaires. À l'avenir, la BCE devra contribuer à hauteur de 16,5 % des rémunérations prises en compte pour le calcul des retraites de l'ensemble du personnel.

d'un stock stratégique de billets en euros acquis pour l'Eurosystème en 2001.

27 AUTRES CHARGES D'EXPLOITATION

Ce poste couvre toutes les autres dépenses courantes ayant trait aux loyers, à l'entretien des locaux et de l'équipement, aux biens et matériels consommables, aux honoraires versés et aux autres services et fournitures ainsi qu'aux frais de recrutement, de transfert, d'installation, de formation et de réinstallation du personnel.

28 AMORTISSEMENT D'IMMOBILISATIONS CORPORELLES

La hausse du niveau des dotations aux amortissements en 2003 reflète, pour la première fois, l'incidence de la réduction de la période d'amortissement des dépenses d'investissement pour les bâtiments et la rénovation (cf. *Le traitement des immobilisations* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

29 SERVICES DE PRODUCTION DES BILLETS

En 2003, ces dépenses ont concerné les coûts de transport transfrontière des billets en euros entre BCN pour faire face aux fluctuations imprévues de la demande. Ces coûts sont supportés de façon centralisée par la BCE. Les chiffres pour 2002 étaient liés à la constitution

ANNEXE RELATIVE À LA RÉPARTITION DES PERTES

Cette annexe ne fait pas partie des états financiers de la BCE pour l'année 2003. Elle est publiée dans le Rapport annuel uniquement à titre d'information.

REVENU LIÉ À L'ÉMISSION DE BILLETS PAR LA BCE

À la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, le montant de 698 millions d'euros a été conservé par la BCE, afin de garantir que la distribution totale du bénéfice pour l'année ne dépasse pas le bénéfice net pour l'exercice. Ce montant représente la totalité du revenu issu de la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation en 2003.

COUVERTURE DES PERTES DE LA BCE

Conformément à l'article 33.2 des statuts du SEBC, une perte enregistrée par la BCE peut être couverte par le fonds de réserve général de la BCE et, si nécessaire, après décision du Conseil des gouverneurs, par le revenu monétaire de l'exercice financier concerné au *prorata* et jusqu'à concurrence des montants alloués aux banques centrales nationales, conformément à l'article 32.5 des statuts⁸.

Lors de sa réunion du 18 mars 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé de couvrir la perte pour l'exercice clos le 31 décembre 2003 de la manière suivante:

	2003 euros	2002 euros
(Perte)/Bénéfice de l'exercice	(476 688 785)	1 220 454 254
Revenu monétaire	0	(606 000 000)
(Perte)/Bénéfice de l'exercice après distribution du revenu monétaire	(476 688 785)	614 454 254
(Affectation au)/ Prélèvement sur le fonds de réserve générale	476 688 785	0
Bénéfice distribuable	0	614 454 254
Bénéfice distribué aux BCN	0	(614 454 254)
Total	0	0

⁸ L'article 32.5 des statuts du SEBC précise que la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales est effectuée entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.



Marie-Curie-Straße 30
D-60439 Frankfurt am Main

Postfach 50 05 20
D-60394 Frankfurt am Main

Telefon (0 69) 95 87-0
Telefax (0 69) 95 87-10 50

Rapport des commissaires aux comptes

Au président et au Conseil des gouverneurs
de la Banque centrale européenne

Frankfurt-sur-le-Main

Nous avons vérifié le bilan ci-joint de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2003 ainsi que le compte de résultat correspondant pour l'année qui s'achève à cette date et les annexes. L'établissement de ces comptes est du ressort du Directoire de la Banque centrale européenne. Il est de notre responsabilité de formuler un avis sur ces comptes annuels à partir de notre vérification.

Notre travail a été effectué conformément aux normes internationales de la profession. Ces normes exigent que notre vérification soit organisée et réalisée de manière à acquérir l'assurance suffisante que les comptes annuels ne comportent pas d'erreur matérielle. Une vérification comporte l'examen, par sondage, des documents se rapportant aux montants et aux indications figurant dans les comptes annuels. Elle consiste aussi à porter une appréciation sur les principes comptables et les principales estimations retenus lors de l'élaboration de ces comptes, ainsi qu'à évaluer la présentation de l'ensemble des comptes annuels. Les éléments recueillis au cours de cette vérification nous paraissent de nature à fonder notre appréciation.

À notre avis, les états financiers donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2003 et des résultats de l'exercice s'achevant à cette date, conformément aux règles comptables décrites dans la première partie des annexes.

Frankfurt-sur-le-Main, le 9 mars 2004

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Commissaire aux comptes

(Dr. Lemnitzer)
Commissaire aux comptes



KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Mitglied von KPMG International

Aufsichtsratsvorsitzender:
WP StB Dipl.-Kfm.
Gerhard Brackert

Vorstand:
WP StB Dipl.-Kfm.
Axel Berger
WP RA StB
Dr. Bernd Erle
WP StB Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Gerd Geib
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB
Dr. Hartwich Lüßmann
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas
WP StB
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher
WP StB Dipl.-Kfm.
Rüdiger Reinke
CPA Kenneth D. Russell
WP Dipl.-Oec.
Bernd Ulrich Schmid
WP Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Wienand Schruff
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB
Prof. Dr. Harald Wiedmann
Sprecher
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc
Gottfried Wohlmannstetter
WP StB Dipl.-Kfm.
Hans Zehnder
WP StB Dipl.-Kfm.
Wolfgang Zielke
stellv. Sprecher
Zertifiziert nach
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und
Frankfurt am Main
Handelsregister:
Charlottenburg (HRB 1077)
und Frankfurt am Main
(HRB 14345)
Bankverbindung:
Deutsche Bank AG,
Frankfurt a. M., 096 386 800
BLZ 500 700 10
USt.-IdNr.: DE 136 751 547

5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2003

(EN MILLIONS D'EUROS)

ACTIF	31 DÉCEMBRE 2003	31 DÉCEMBRE 2002
1 Avoirs et créances en or	130 344	130 739
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	175 579	234 486
2.1 Créances sur le FMI	29 130	31 305
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	146 449	203 181
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	17 415	19 823
4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	6 049	4 190
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	6 049	4 190
4.2 Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCE II	0	0
5 Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	298 163	227 654
5.1 Opérations principales de refinancement	253 001	180 000
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	45 000	45 000
5.3 Cessions temporaires de réglage fin	0	0
5.4 Cessions temporaires à des fins structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	134	2 621
5.6 Appels de marge versés	28	33
6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	729	147
7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	54 466	27 828
8 Créances en euros sur des administrations publiques	42 686	44 486
9 Autres actifs	109 365	105 808
Total	834 796	795 161

En raison des arrondis, les totaux et les sous-totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes.

PASSIF

31 DÉCEMBRE
200331 DÉCEMBRE
2002

1 Billets en circulation	436 128	371 866*
2 Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	147 328	133 565
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	147 247	133 495
2.2 Facilité de dépôt	80	70
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0
2.4 Cessions temporaires de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	1	0
3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	257	15
4 Certificats de dette émis	1 054	2 029
5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	39 865	46 197
5.1 Engagements envers des administrations publiques	34 106	41 123
5.2 Autres engagements	5 759	5 074
6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	10 279	8 813
7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	499	1 125
8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	11 205	18 588
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	11 205	18 588
8.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0
9 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	5 761	6 340
10 Autres passifs	54 757	62 470
11 Comptes de réévaluation	67 819	82 615
12 Capital et réserves	59 844	61 538
Total	834 796	795 161

* Le montant des billets en circulation au 31 décembre 2002 comprend pour 13 338 millions d'euros de billets nationaux des pays de la zone euro encore en circulation à cette date. Au 1^{er} janvier 2003, ces billets ont été transférés au poste « Autres passifs » ; au 31 décembre 2003, leur montant s'élevait à 11 338 millions d'euros.

ANNEXES

ANNEXES

INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Le tableau suivant présente les instruments juridiques adoptés par la BCE en 2003 et début 2004 et publiés au Journal officiel de l'Union européenne. Des exemplaires du Journal officiel peuvent être obtenus auprès de l'Office des publications officielles des Communautés européennes. Une liste des instruments juridiques adoptés par la BCE depuis sa création est disponible sur le site internet de la BCE (www.ecb.int).

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2003/1	Recommandation, formulée en vertu de l'article 10.6 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, de décision du Conseil relative à une modification de l'article 10.2 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne	JO C 29, 07.02.2003
BCE/2003/2	Orientation de la Banque centrale européenne du 6 février 2003, relative à certaines obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne et aux procédures de déclaration par les banques centrales nationales des informations statistiques en matière de statistiques monétaires et bancaires	JO L 241, 26.09.2003
BCE/2003/3	Recommandation de la Banque centrale européenne du 6 mars 2003 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation des commissaires aux comptes de la Deutsche Bundesbank	JO C 75, 27.03.2003
BCE/2003/4	Décision de la Banque centrale européenne du 20 mars 2003 concernant les valeurs unitaires, les spécifications, la reproduction, l'échange et le retrait des billets en euros	JO L 78, 25.03.2003
BCE/2003/5	Orientation de la Banque centrale européenne du 20 mars 2003 relative aux mesures applicables aux reproductions irrégulières de billets en euros ainsi qu'à l'échange et au retrait des billets en euros	JO L 78, 25.03.2003
BCE/2003/6	Orientation de la Banque centrale européenne du 4 avril 2003 modifiant l'Orientation BCE/2001/3 relative au système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel (<i>Target</i>), telle que modifiée le 27 février 2002	JO L 113, 07.05.2003
BCE/2003/7	Orientation de la Banque centrale européenne du 2 mai 2003 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne concernant les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale et le cadre de diffusion des données sur les réserves de change	JO L 131, 28.05.2003

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2003/8	Recommandation de la Banque centrale européenne du 2 mai 2003 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne concernant les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale et le cadre de diffusion des données sur les réserves de change	JO C 126, 28.05.2003
BCE/2003/9	Règlement de la Banque centrale européenne du 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires	JO L 250, 02.10.2003
BCE/2003/10	Règlement de la Banque centrale européenne du 18 septembre 2003 modifiant le Règlement BCE/2001/13 concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires	JO L 250, 02.10.2003
BCE/2003/11	Recommandation de la Banque centrale européenne du 3 octobre 2003 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes de la Banque centrale du Luxembourg	JO C 247, 15.10.2003
BCE/2003/12	Orientation de la Banque centrale européenne du 23 octobre 2003 relative aux transactions effectuées sur leurs fonds de roulement en devises par les États membres participants, en vertu de l'article 31.3 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne	JO L 283, 31.10.2003
BCE/2003/13	Décision de la Banque centrale européenne du 23 octobre 2003 portant modification de la Décision BCE/2002/12 du 19 décembre 2002 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2003	JO L 283, 31.10.2003
BCE/2003/14	Décision de la Banque centrale européenne du 7 novembre 2003 relative à la gestion des opérations d'emprunt et de prêt conclues par la Communauté européenne dans le cadre du mécanisme de soutien financier à moyen terme	JO L 297, 15.11.2003
BCE/2003/15	Décision de la Banque centrale européenne du 28 novembre 2003 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2004	JO L 324, 11.12.2003
BCE/2003/16	Orientation de la Banque centrale européenne du 1 ^{er} décembre 2003 portant modification de l'Orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 69, 08.03.2004

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2003/17	Décision de la Banque centrale européenne du 18 décembre 2003 concernant les parts exprimées en pourcentage des banques centrales nationales dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la Banque centrale européenne	JO L 9, 15.01.2004
BCE/2003/18	Décision de la Banque centrale européenne du 18 décembre 2003 arrêtant les mesures nécessaires à la libération du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales participantes	JO L 9, 15.01.2004
BCE/2003/19	Décision de la Banque centrale européenne du 18 décembre 2003 arrêtant les mesures nécessaires à la libération du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales non participantes	JO L 9, 15.01.2004
BCE/2003/20	Décision de la Banque centrale européenne du 18 décembre 2003 fixant les modalités des transferts des parts de capital de la Banque centrale européenne entre les banques centrales nationales et de l'adaptation du capital libéré	JO L 9, 15.01.2004
BCE/2003/21	Décision de la Banque centrale européenne du 18 décembre 2003 arrêtant les mesures nécessaires à la contribution aux réserves et provisions de la Banque centrale européenne et à l'adaptation des créances des banques centrales nationales équivalentes aux avoirs de réserve de change transférés	JO L 9, 15.01.2004
BCE/2003/22	Décision de la Banque centrale européenne du 18 décembre 2003 modifiant l'article 1 ^{er} , point f), de la Décision BCE/2001/16 du 6 décembre 2001 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants à compter de l'exercice 2002	JO L 9, 15.01.2004
BCE/2003/23	Décision de la Banque centrale européenne du 18 décembre 2003 modifiant la Décision BCE/2001/15 du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros	JO L 9, 15.01.2004
BCE/2004/1	Orientation de la Banque centrale européenne du 13 février 2004 portant modification de l'Orientation BCE/2003/2 relative à certaines obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne et aux procédures de déclaration par les banques centrales nationales des informations statistiques en matière de statistiques monétaires et bancaires	JO L 83, 20.03.2004
BCE/2004/2	Décision de la Banque centrale européenne du 19 février 2004 portant adoption du règlement intérieur de la Banque centrale européenne	JO L 80, 18.03.2004

AVIS ADOPTÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Le tableau ci-après présente les avis adoptés par la BCE en 2003 et début 2004 en vertu de l'article 105 (4) du Traité et de l'article 4 des statuts du SEBC, de l'article 112 (2) (b) du Traité et de l'article 11.2 des statuts du SEBC, ainsi que de l'article 48 du Traité sur l'Union européenne. Une liste de l'ensemble des avis adoptés par la BCE depuis sa création est disponible sur le site internet de la BCE (www.ecb.int).

(a) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'un État membre¹

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2003/1	Pays-Bas	Modification des règles de déclaration relatives aux données de balance des paiements
CON/2003/2	Danemark	Remplacement de la loi relative aux activités financières et de la loi sur le crédit hypothécaire et les obligations hypothécaires
CON/2003/3	Suède	Modification de la loi relative au Sveriges Riksbank et de la loi sur le Riksdag
CON/2003/4	Grèce	Modification des statuts de la Banque de Grèce
CON/2003/7	Belgique	Projet d'arrêté royal relatif au marché hors bourse des obligations linéaires, des scindés et des obligations de trésorerie
CON/2003/8	Autriche	Adoption d'une nouvelle loi sur les changes en 2003 et modification de la loi sur les transferts transfrontières
CON/2003/10	Suède	Réforme législative de la loi bancaire et financière
CON/2003/11	Autriche	Transposition de la Directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière sur les marchés financiers
CON/2003/14	Italie	Systèmes de paiement, infrastructures de paiement et instruments de paiement
CON/2003/15	Suède	Modification de la loi relative au Sveriges Riksbank
CON/2003/17	Autriche	Département des obligations hypothécaires des banques publiques régionales, et modification d'autres lois
CON/2003/19	Belgique	Surveillance prudentielle du secteur financier et des services financiers

1 Les avis émis par la BCE à la demande des autorités nationales sont généralement publiés sur le site internet de la BCE six mois après leur adoption ; les avis importants pour la prise de décision font l'objet d'une publication immédiate.

2 Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2003/22	Finlande	Modifications de la loi relative au Suomen Pankki et des lois connexes
CON/2003/23	Pays-Bas	Fusion de la De Nederlandsche Bank et de la Netherlands Pension and Insurance Supervisory Authority Foundation
CON/2003/24	Irlande	Loi sur la Central Bank & Financial Services Authority of Ireland (n° 2) 2003
CON/2003/25	Belgique	Modifications de la loi relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et d'autres lois
CON/2003/27	Autriche	La Fondation nationale pour la recherche, la technologie et le développement
CON/2003/28	Espagne	Modifications de la loi relative à l'autonomie du Banco de España
CON/2003/29	Portugal	Modification de la loi organique du Banco de Portugal
CON/2004/1	Finlande	Modifications de la loi relative au Suomen Pankki et des lois connexes
CON/2004/2	Suède	Remplacement des réglementations relatives au Sveriges Riskbank et avis général concernant la déclaration des statistiques monétaires et bancaires par les IFM
CON/2004/3	Luxembourg	Établissement d'un cadre juridique spécifique pour les opérations de titrisation
CON/2004/5	Autriche	Loi relative aux conglomerats financiers transposant la Directive 2002/87/CE
CON/2004/6	France	Autorisation relative à une garantie donnée par l'État à la Banque de France

(b) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'une institution européenne³

Numéro⁴	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2003/5	Conseil de l'UE	Données statistiques devant servir à adapter la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE	JO C 102, 29.04.2003
CON/2003/6	Conseil de l'UE	Recommandation concernant la nomination d'un nouveau membre du directoire de la BCE	JO C 105, 01.05.2003
CON/2003/9	Conseil de l'UE	Services d'investissement et marchés réglementés	JO C 144, 20.06.2003
CON/2003/12	Conseil de l'UE	Comptes trimestriels financiers des administrations publiques	JO C 165, 16.07.2003
CON/2003/13	Conseil de l'UE	Recommandation concernant la nomination du nouveau président de la BCE	JO C 187, 07.08.2003
CON/2003/16	Conseil de l'UE	Analyse et coopération concernant les fausses pièces en euros	JO C 202, 27.08.2003
CON/2003/18	Conseil de l'UE	Recommandation concernant les modifications à apporter à la convention monétaire entre la République italienne, au nom de la Communauté européenne, et l'État de la Cité du Vatican, représenté par le Saint-Siège	JO C 212, 06.09.2003
CON/2003/20	Conseil de l'UE	Projet de traité établissant une Constitution pour l'Europe	JO C 229, 25.09.2003
CON/2003/21	Conseil de l'UE	Obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé	JO C 242, 09.10.2003
CON/2003/26	Conseil de l'UE	Statistiques communautaires de la balance des paiements, du commerce international, des services et des investissements directs étrangers	JO C 296, 06.12.2003
CON/2004/4	Conseil de l'UE	Établissement des comptes non financiers trimestriels des secteurs institutionnels	JO C 42, 18.02.2004
CON/2004/7	Conseil de l'UE	Création d'une structure organisationnelle pour un nouveau comité des services financiers	JO C 58, 06.03.2004

³ Publiés sur le site internet de la BCE

⁴ Les consultations sont numérotées dans leur ordre d'adoption par le Conseil des gouverneurs.

DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS JANVIER 2003

Cette liste est destinée à informer les lecteurs d'une sélection de documents publiés par la Banque centrale européenne depuis janvier 2003. Concernant les documents de travail, la liste ne mentionne que ceux publiés entre décembre 2003 et février 2004. Les parties intéressées pourront se procurer gratuitement les publications auprès de la Division Presse et information de la BCE. Les commandes peuvent être passées par écrit à l'adresse postale indiquée au verso de la page de titre.

Une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne et par l'Institut monétaire européen peut être obtenue en visitant le site internet de la BCE.

RAPPORT ANNUEL

Rapport annuel 2002, avril 2003

ARTICLES PARUS DANS LE BULLETIN MENSUEL ¹

« La demande de monnaie fiduciaire dans la zone euro et l'incidence du passage à l'euro fiduciaire », janvier 2003

« Le système CLS : finalité, concept et implications », janvier 2003

« Les interactions entre la politique monétaire et les politiques budgétaires dans la zone euro », février 2003

« Les régimes de change dans les économies émergentes », février 2003

« La nécessité de procéder à des réformes globales pour faire face au vieillissement de la population », avril 2003

« Les évolutions des statistiques économiques générales pour la zone euro », avril 2003

« Une enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro », avril 2003

« Les récentes tendances des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro », mai 2003

« L'évolution vers un traitement entièrement électronique des paiements en Europe », mai 2003

« L'adaptation des modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs », mai 2003

« Les résultats de l'évaluation par la BCE de sa stratégie de politique monétaire », juin 2003

« Les tendances de la formation brute de capital fixe dans la zone euro », juillet 2003

« L'expérience en matière de gestion de l'impression et de l'émission des billets de banque en euros : un premier bilan », juillet 2003

« Les modifications du cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème », août 2003

« Les évolutions récentes du secteur bancaire de la zone euro », août 2003

« Les évolutions de la compétitivité internationale de la zone euro en termes de prix et de coûts », août 2003

« L'évolution récente des structures financières de la zone euro », octobre 2003

« L'intégration des marchés financiers européens », octobre 2003

« Les évolutions du financement par endettement du secteur privé de la zone euro », novembre 2003

« La résolution des crises dans les pays émergents : les défis pour la communauté internationale », novembre 2003

« Le rôle international de l'euro : les principales évolutions survenues depuis le début de la phase III de l'Union économique et monétaire », novembre 2003

« L'UEM et la conduite des politiques budgétaires », janvier 2004

¹ La version française du *Bulletin mensuel* de la BCE peut être obtenue auprès du service *Documentation* de la Banque nationale de Belgique et du service *Relations avec le public* de la Banque de France. Elle est également disponible sur le site internet www.banque-france.fr.

« Les caractéristiques et l'utilité des enquêtes sur les évolutions de l'activité, des prix et du marché du travail dans la zone euro », janvier 2004

« La mesure et l'analyse des évolutions de la rentabilité des entreprises dans la zone euro », janvier 2004

« Les économies des pays adhérents au seuil de l'Union européenne », février 2004

« Les évolutions des bilans du secteur privé dans la zone euro et aux États-Unis », février 2004

« L'incidence de la comptabilisation en juste valeur sur le secteur bancaire européen sous l'angle de la stabilité financière », février 2004

ÉTUDES CONCERNANT DES SUJETS SPÉCIFIQUES

- 8 “An introduction to the ECB’s survey of professional forecasters” par J. A. Garcia, septembre 2003
- 9 “Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications” par M. G. Briotti, février 2004
- 10 “The acceding countries’ strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review” par un groupe d’experts dirigé par P. Backé et C. Thimann, et avec la participation de O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl et C. Nerlich, février 2004
- 11 “Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases” par A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich et C. Thimann, février 2004

DOCUMENTS DE TRAVAIL

- 294 “Does the yield spread predict recessions in the euro area?” par F. Moneta, décembre 2003
- 295 “Optimal allotment policy in the Eurosystem’s main refinancing operations” par C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov et N. Valla, décembre 2003
- 296 “Monetary policy analysis in a small open economy using Bayesian cointegrated structural VARs” par M. Villani et A. Warne, décembre 2003
- 297 “Measurement of contagion in banks’ equity prices” par R. Gropp et G. Moerman, décembre 2003
- 298 “The lender of last resort: a 21st century approach” par X. Freixas, B. M. Parigi et J.-C. Rochet, décembre 2003
- 299 “Import prices and pricing-to-market effects in the euro area” par T. Warmedinger, janvier 2004
- 300 “Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system” par M. Manna, janvier 2004
- 301 “Inflation and relative price asymmetry” par A. Rátfai, janvier 2004
- 302 “Deposit insurance, moral hazard and market monitoring” par R. Gropp et J. Vesala, février 2004
- 303 “Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU” par A. Afonso et R. Strauch, février 2004
- 304 “Equilibrium unemployment, job flows and inflation dynamics” par A. Trigari, février 2004
- 305 “A structural common factor approach to core inflation estimation and forecasting” par C. Morana, février 2004
- 306 “A markup model of inflation for the euro area” par C. Bowdler et E.S. Jansen, février 2004
- 307 “Budgetary forecasts in Europe – the track record of stability and convergence programmes” par R. Strauch, M. Hallerberg et J. von Hagen, février 2004
- 308 “International risk-sharing and the transmission of productivity shocks” par G. Corsetti, L. Dedola et S. Leduc, février 2004

- 309 “Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers” par J. Sousa et A. Zaghini, février 2004
- 310 “International equity flows and returns: A quantitative equilibrium approach” par R. Albuquerque, G. H. Bauer et M. Schneider, février 2004
- 311 “Current accounts dynamics in OECD and EU acceding countries – an intertemporal approach” par M. Bussière, M. Fratzscher et G. J. Müller, février 2004
- 312 “Similarities and convergence in G-7 cycles” par F. Canova, M. Ciccarelli et E. Ortega, février 2004
- 313 “The high-yield segment of the corporate bond market: a diffusion modelling approach for the United States, the United Kingdom and the euro area” par G. de Bondt et D. Marqués, février 2004

AUTRES PUBLICATIONS

- “EU banking sector stability”, février 2003
- “List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”, février 2003
- “Review of the foreign exchange market structure”, mars 2003
- “Structural factors in the EU housing markets”, mars 2003
- “List of Monetary Financial Institutions in the accession countries”, mars 2003
- “Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions”, mars 2003
- “Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).
Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics”, mars 2003
- “TARGET Annual Report 2002”, avril 2003
- “Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units”, avril 2003
- “Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries”, mai 2003
- “Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries”, mai 2003
- “Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods”, mai 2003
- “Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology”, mai 2003
- “The transformation of the European financial system”, Second ECB Central Banking Conference, octobre 2002, Francfort-sur-le-Main, juin 2003
- “Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty”, juin 2003
- “Developments in national supervisory structures”, juin 2003
- “Oversight standards for euro retail payment systems”, juin 2003
- “Towards a Single Euro Payments Area – progress report”, juin 2003
- “Amendments to the risk control framework for tier one and tier two eligible assets”, juillet 2003
- “ECB statistics: A brief overview”, août 2003

“Portfolio investment income: Task force report”, août 2003
 “The New Basel Capital Accord”, août 2003
 “Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures”, septembre 2003
 “Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)”, 22 septembre 2003
 “Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications”, septembre 2003
 “Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties”, septembre 2003
 “Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries”, octobre 2003
 “Manual on MFI interest rate statistics – Regulation ECB/2001/18”, octobre 2003
 “European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, novembre 2003
 “Money market study 2002”, novembre 2003
 “Background studies for the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy”, novembre 2003
 “Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002”, novembre 2003
 “TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2003”, novembre 2003
 “TARGET2: the payment system of the Eurosystem”, novembre 2003
 “Seasonal adjustment”, novembre 2003
 “Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review”, novembre 2003
 “EU banking sector stability”, novembre 2003
 “Review of the international role of the euro”, décembre 2003
 “Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries”, décembre 2003
 “Assessment of accession countries’ securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations”, janvier 2004
 “The monetary policy of the ECB”, janvier 2004
 “The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”², février 2004
 “Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10”, février 2004
 “Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)”, février 2004

BROCHURES D’INFORMATION

“Information guide for credit institutions using TARGET”, juillet 2003

2 *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.* Ce document peut être obtenu auprès du service *Documentation* de la Banque nationale de Belgique et du service *Relations avec le public* de la Banque de France. Il est également disponible sur le site internet www.banque-france.fr.

CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME¹

9 JANVIER 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,75 %, 3,75 % et 1,75 %.

23 JANVIER 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de mettre en œuvre les deux mesures suivantes, en vue d'améliorer le cadre opérationnel de la politique monétaire.

Premièrement, le calendrier relatif à la période de constitution des réserves sera modifié, de manière à ce que celle-ci débute toujours le jour de règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. En outre, l'entrée en vigueur des modifications de taux des facilités permanentes sera, en principe, alignée sur le début de la nouvelle période de constitution des réserves.

Deuxièmement, la durée des opérations principales de refinancement sera ramenée de deux semaines à une semaine.

Il est prévu que ces mesures entrent en vigueur au cours du premier trimestre 2004.

Comme suite au communiqué de presse du 10 juillet 2002, le Conseil des gouverneurs de la BCE décide également de maintenir à 15 milliards d'euros le montant qui sera adjugé lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2003. Ce montant tient compte des besoins de liquidité des banques de la zone euro attendus en 2003 et traduit le souhait de l'Eurosystème de continuer à fournir l'essentiel de la liquidité par le canal des opérations principales de refinancement.

6 FÉVRIER 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,75 %, 3,75 % et 1,75 %.

6 MARS 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 2,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 12 mars 2003. Il décide également de réduire les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt de 0,25 point de pourcentage à, respectivement, 3,50 % et 1,50 %, avec effet au 7 mars 2003.

3 AVRIL 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,50 %, 3,50 % et 1,50 %.

8 MAI 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,50 %, 3,50 % et 1,50 %.

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2002 peut être consultée, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 1999, pages 187 à 192, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2000, pages 229 à 232, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2001, pages 238 à 240 et dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2002, pages 254 et 255.

Il annonce également les résultats de son évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE. Cette stratégie, annoncée le 13 octobre 1998, s'articule autour de trois éléments principaux : une définition quantifiée de la stabilité des prix, un rôle de premier plan assigné à la monnaie dans le cadre de l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix et une évaluation des perspectives d'évolution des prix reposant sur une large gamme d'indicateurs.

Le Conseil des gouverneurs confirme la définition de la stabilité des prix formulée en octobre 1998, à savoir que « 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. La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme ». Parallèlement, le Conseil des gouverneurs a décidé que, dans le cadre de la poursuite de l'objectif de stabilité des prix, il viserait à maintenir les taux d'inflation à des niveaux proches de 2 % à moyen terme.

Le Conseil des gouverneurs a confirmé que ses décisions de politique monétaire continueraient à être fondées sur une analyse détaillée des risques pesant sur la stabilité des prix. Néanmoins, il a décidé de clarifier, dans le cadre de sa communication, les rôles respectifs de l'analyse économique et de l'analyse monétaire dans le processus permettant au Conseil de porter un jugement unique sur les risques pour la stabilité des prix.

Afin de souligner le caractère à plus long terme de la valeur de référence pour la croissance monétaire, qui sert de point de repère pour l'analyse des évolutions monétaires, le Conseil des gouverneurs a, en outre, décidé de ne plus procéder à un réexamen annuel de la valeur de référence. Il continuera cependant à analyser les conditions et les hypothèses sous-jacentes.

5 JUIN 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux de soumission minimal

appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,50 point de pourcentage, à 2 %, à compter de l'opération devant être réglée le 9 juin 2003. Il décide également de réduire les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt de 0,50 point de pourcentage à, respectivement, 3 % et 1 %, avec effet au 6 juin 2003.

10 JUILLET, 31 JUILLET, 4 SEPTEMBRE, 2 OCTOBRE, 6 NOVEMBRE, 4 DÉCEMBRE 2003, 8 JANVIER 2004

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2 %, 3 % et 1 %.

12 JANVIER 2004

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever de 15 milliards d'euros, à 25 milliards, le montant qui sera proposé à l'adjudication lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2004. Ce relèvement tient compte d'un besoin de refinancement prévisionnel accru des banques de la zone euro en 2004. Toutefois, l'Eurosystème continuera de fournir l'essentiel de la liquidité par le canal de ses opérations principales de refinancement. Le Conseil des gouverneurs pourrait décider d'ajuster une nouvelle fois ce montant au début de 2005.

5 FÉVRIER, 4 MARS 2004

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2 %, 3 % et 1 %.

GLOSSAIRE

Accord de Bâle sur les fonds propres (Basel Capital Accord) : cadre réglementaire définissant des exigences minimales de fonds propres afin de garantir que les banques soient à même de couvrir leurs risques. Ce cadre a été adopté en 1988 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire au sein duquel les banques centrales et les autres autorités de surveillance bancaire des pays du G10, d'Espagne et du Luxembourg sont représentées. L'Accord est devenu une norme internationale et est actuellement réexaminé afin d'être adapté aux évolutions intervenues dans le secteur financier depuis sa première mise en œuvre (« Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres » ou « Bâle II »).

Accord de pension (Repurchase agreement) : convention par laquelle un actif est cédé et racheté à un prix déterminé, à une échéance fixée ou sur demande. Ce type de convention est similaire au prêt garanti, à cette différence près que le vendeur ne conserve pas la propriété des titres. Les ventes de titres assorties d'une clause de rachat sont également appelées opérations de pension et sont négociées sur le **marché des pensions**.

Acquis communautaire : socle commun de la législation communautaire qui lie tous les États membres de l'UE. Lors de leur adhésion à l'UE, les pays doivent avoir mis en œuvre l'existant communautaire acquis.

Administration centrale (Central government) : dans le **Système européen de comptes 1995 (SEC 1995)**, secteur des administrations publiques à l'exclusion des administrations locales et d'États fédérés (cf. **Administrations publiques**). Il comprend tous les organismes administratifs de l'État et autres organismes centraux dont la compétence s'étend normalement sur la totalité du territoire économique, à l'exception des administrations de sécurité sociale.

Administrations publiques (General government) : ensemble recouvrant l'administration centrale, les administrations locales et d'États fédérés et les administrations de sécurité sociale, conformément aux définitions du **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**. Les entités détenues par des capitaux publics réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont en principe exclues de ce secteur.

Allocation d'actifs (Asset allocation) : processus de répartition des fonds à investir dans différentes catégories d'actifs en vue d'atteindre des objectifs, par exemple l'optimisation des caractéristiques risque/rendement d'un portefeuille.

Analyse économique (Economic analysis) : l'un des piliers du cadre de la **BCE** pour mener une analyse détaillée des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur lequel s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières actuelles et des risques à court et moyen termes qui en découlent pour la stabilité des prix, considérés sous l'angle de l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs à ces horizons. À cet égard, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix et les perspectives à court et moyen termes concernant leur propagation au sein de l'économie (cf. **Analyse monétaire**).

Analyse monétaire (Monetary analysis) : l'un des piliers du cadre de la **BCE** pour conduire son analyse détaillée des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse monétaire contribue à l'appréciation des tendances à moyen et long termes de l'inflation, eu égard à la relation étroite existant entre la

monnaie et les prix sur longue période. L'analyse monétaire prend en compte les évolutions d'une large gamme d'indicateurs monétaires, comprenant **M3**, ses composantes et ses contreparties, en particulier le crédit, ainsi que diverses mesures de l'excès de liquidité (cf. **analyse économique**).

Assiette des réserves (Reserve base) : ensemble des éléments du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

Avoirs de réserve de l'Eurosystème (Eurosystème's international reserves) : ils se composent des avoirs de réserve de la **BCE** et de ceux détenus par les BCN des pays de la **zone euro**. Selon la définition du FMI, les avoirs de réserve doivent être à la disposition effective de l'autorité monétaire compétente, qu'il s'agisse de la BCE ou de la BCN d'un des pays de la zone euro, et comprendre des créances très liquides, négociables et de bonne qualité détenues sur des non-résidents de la zone euro et libellées dans une devise autre que l'**euro**; ils incluent également l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve auprès du Fonds monétaire international des BCN de la zone euro.

Balance des paiements (Balance of payments) : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde. Les transactions enregistrées sont celles concernant les biens, les services et les revenus ; les mouvements de capitaux vis-à-vis du reste du monde ; et les transactions (telles que les remises de dettes) qui sont classées comme des transferts. Les concepts et les définitions utilisés dans la balance des paiements de la **zone euro** sont généralement conformes au Manuel des statistiques de balance des paiements du FMI (5^{ème} édition), à l'Orientation BCE/2003/7 du 2 mai 2003 s'y rapportant et à la documentation d'**Eurostat**.

Banque centrale européenne (BCE) [European Central Bank (ECB)] : la BCE est au centre du **Système européen de banques centrales (SEBC)** et de l'**Eurosystème** et elle est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit communautaire. Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, par ses activités propres, ou par celles des BCN, conformément aux statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne. La BCE est administrée par le **Conseil des gouverneurs** et par le **Directoire**, ainsi que par un troisième organe de décision, le **Conseil général**.

Bilan consolidé du secteur des IFM (Consolidated balance sheet of the MFI sector) : il est obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des **IFM** entre elles (essentiellement les prêts accordés par une IFM à une autre).

Comité économique et financier (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)] : organe communautaire consultatif participant à la préparation des travaux du **Conseil de l'UE** et institué au début de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)**. Les États membres, la **Commission européenne** et la **BCE** nomment chacun au maximum deux membres du Comité. L'article 114 (2) du **Traité** dresse une liste des missions du CEF, comprenant l'examen de la situation économique et financière des États membres et de la Communauté et la surveillance budgétaire.

Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) [Committee of European Securities Regulators (CESR)] : créé en juin 2001 par la **Commission européenne** à la suite d'une recommandation du rapport du Comité des Sages sur la réglementation des marchés

européens de valeurs mobilières, ce comité est composé de représentants des autorités nationales chargées de la régulation des marchés de valeurs mobilières. Organe de niveau 3 de l'approche réglementaire européenne révisée, il assiste la Commission européenne sur les questions relevant des valeurs mobilières et contribue à garantir une mise en œuvre plus cohérente de la législation communautaire dans les États membres. Il améliore également la coordination entre les régulateurs européens des marchés de valeurs mobilières.

Comité de politique économique (CPE) [Economic Policy Committee (EPC)] : organe communautaire consultatif qui contribue à la préparation des travaux du **Conseil de l'UE**. Il travaille en étroite collaboration avec le **Comité économique et financier (CEF)** et s'intéresse principalement aux politiques structurelles visant à améliorer la croissance potentielle et l'emploi dans la Communauté. Le Comité a été créé en 1974 par une décision du Conseil, en vertu de l'article 272 du **Traité**. Chaque État membre, ainsi que la **Commission européenne** et la **BCE** nomment deux membres du Comité.

Commission européenne (European Commission) : institution de la Communauté européenne qui assure l'application des dispositions du **Traité**. La Commission élabore les politiques communautaires, propose la législation communautaire et exerce des attributions dans des sphères spécifiques. Dans le domaine économique, la Commission propose les **Grandes orientations des politiques économiques** (GOPE) et fait rapport au **Conseil de l'UE** sur les évolutions et les politiques économiques. Elle surveille les finances publiques dans le cadre de la surveillance multilatérale et soumet des rapports au Conseil de l'UE. Elle est composée de vingt membres (jusqu'au 1^{er} mai 2004), à savoir deux représentants par pays pour l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni, ainsi qu'un représentant de chacun des autres États membres. Après une période de transition consécutive à l'élargissement de l'UE, la Commission comptera vingt-cinq membres, un pour chacun des vingt-cinq États membres.

Comptabilisation en juste valeur [Fair value accounting (FVA)] : principe de valorisation stipulant l'utilisation soit d'un prix de marché, s'il existe, soit d'une estimation d'un prix de marché fondée sur la valeur actualisée des flux financiers attendus, afin de déterminer la valeur de bilan des instruments financiers.

Conseil Ecofin (ECOFIN Council) : cf. **Conseil de l'UE**.

Conseil européen (European Council) : donne à l'Union européenne l'élan nécessaire à son évolution et définit les orientations politiques générales à cet effet. Il réunit les chefs d'État ou de gouvernement des États membres et le Président de la **Commission européenne** (cf. **Conseil de l'UE**).

Conseil européen des paiements (CEP) [European Payments Council (ECP)] : organe de gouvernance composé de 52 représentants d'institutions, dont des banques commerciales, des banques coopératives et des caisses d'épargne, chargé de favoriser la mise en place de l'espace unique de paiement en euros et de représenter le secteur bancaire européen sur les questions relatives aux systèmes de paiement.

Conseil général (General Council) : l'un des organes de décision de la **BCE**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des BCN de l'UE.

Conseil des gouverneurs (Governing Council) : organe de décision suprême de la **BCE**. Il est composé de l'ensemble des membres du **Directoire** de la BCE et des gouverneurs des BCN des pays ayant adopté l'**euro**.

Conseil de l'UE (Conseil des ministres) [EU Council (Council of Ministers)] : institution de la Communauté européenne composée de représentants des gouvernements des États membres, habituellement les ministres ayant en charge les questions à examiner (on parle dès lors souvent du Conseil des ministres). Quand il réunit les ministres de l'Économie et des Finances, le Conseil est généralement appelé **Conseil Ecofin**. En outre, pour les décisions revêtant une importance particulière, le Conseil de l'UE se réunit au niveau des chefs d'État ou de gouvernement. Il ne doit pas être confondu avec le **Conseil européen** qui réunit également les chefs d'État et de gouvernement mais donne à l'Union l'élan nécessaire à son évolution et définit les orientations politiques générales.

Contrepartie (Counterparty) : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute partie effectuant une transaction avec une banque centrale).

Contrepartie centrale (Central counterparty) : entité qui s'interpose en tant qu'acheteur auprès de tout vendeur et en tant que vendeur auprès de tout acheteur d'une gamme spécifique de contrats.

Créances sur les résidents de la zone euro (MFI credit to euro area residents) : elles incluent les prêts aux résidents de la **zone euro** et les portefeuilles des IFM en titres émis par des résidents de la zone euro. Les titres recouvrent les actions, les autres participations et les **titres de créance**.

Dépositaire central de titres (Central securities depository – CSD) : entité qui détient et gère des titres et permet le traitement des transactions sur titres par inscription en compte. Les titres peuvent être matérialisés mais conservés chez le dépositaire ou dématérialisés (inscription en compte uniquement). Outre la conservation et la gestion des titres, un dépositaire central de titres peut exercer des fonctions de compensation et de règlement-livraison.

Dettes (comptes financiers) [Debt (financial accounts)] : elle comprend les prêts, les **titres de créance** émis et les provisions pour fonds de pension des sociétés non financières, comptabilisés à la valeur de marché en fin de période. Dans les comptes financiers trimestriels, la dette n'inclut pas les prêts accordés par les agents non financiers (par exemple, les prêts intragroupes) ou par les banques en dehors de la **zone euro**, ces composantes figurant, en revanche, dans les comptes financiers annuels.

Directoire (Executive Board) : l'un des organes de décision de la **BCE**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des pays ayant adopté l'**euro**.

Échanges de biens (External trade in goods) : exportations et importations de biens intra-**zone euro** et hors zone euro mesurées en termes de valeur, de volume et d'indices de valeur unitaire. Le commerce intra-zone euro enregistre les flux de biens reçus et expédiés entre les pays de la zone euro, alors que le commerce hors zone euro recense les échanges de la zone euro avec le reste du monde. Les statistiques relatives aux échanges de biens ne sont pas directement comparables avec les exportations et importations enregistrées dans les comptes nationaux, ces derniers incluant à la fois les opérations intra-zone euro et celles avec le reste du monde et englobant les biens et les services.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (MFI longer-term financial liabilities) : ces engagements comprennent les dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, les dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, les **titres de créance** d'une durée initiale supérieure à deux ans et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la **zone euro**.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) [EONIA (euro overnight index average)] : mesure du **taux d'intérêt** prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros, sur la base des opérations.

Établissement de crédit (Credit institution) : établissement répondant à la définition de l'article 1 (1) de la Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, modifiée par la Directive 2000/28/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 septembre 2000. En conséquence, un établissement de crédit est : (1) une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ; ou (2) une entreprise ou toute autre personne morale, autre qu'un établissement de crédit au sens du (1), qui émet des moyens de paiement sous la forme de **monnaie électronique**.

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (euro interbank offered rate)] : taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en **euros** à une autre banque de premier rang, calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'échéances différentes inférieures ou égales à douze mois.

Euro (Euro) : nom retenu par le **Conseil européen**, lors du sommet de Madrid des 15 et 16 décembre 1995, pour désigner la monnaie unique européenne.

Eurogroupe (Eurogroup) : organe informel composé des membres du **Conseil Ecofin** représentant les pays de la **zone euro**. Il se réunit régulièrement (en général avant les réunions du Conseil Ecofin) pour débattre des questions ayant trait aux responsabilités que les pays de la zone euro partagent s'agissant de la monnaie unique. La **Commission européenne** et, le cas échéant, la **BCE**, sont invitées à participer à ces réunions.

Eurostat (Eurostat) : Office statistique des Communautés européennes. Eurostat fait partie de la **Commission européenne** et est chargé de l'établissement des statistiques de la Communauté.

Eurosystème (Eurosystem) : il comprend la **BCE** et les BCN des États membres ayant adopté l'**euro** au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)** (cf. **zone euro**). Il y a actuellement douze BCN dans l'Eurosystème. L'Eurosystème est dirigé par le **Conseil des gouverneurs** et le **Directoire** de la BCE.

Facilité de dépôt (Deposit facility) : **facilité permanente** de l'Eurosystème permettant aux **contreparties** d'effectuer, auprès d'une BCN, des dépôts à vue rémunérés à un **taux d'intérêt** prédéterminé (cf. **Taux directeurs de la BCE**).

Facilité permanente (Standing facility) : facilité de la banque centrale accessible aux **contreparties** à leur propre initiative. L'Eurosystème offre deux facilités permanentes à 24 heures : la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility) : facilité permanente de l'Eurosystème permettant aux **contreparties** d'obtenir, auprès d'une BCN, des crédits à un **taux d'intérêt** prédéterminé contre actifs éligibles (cf. **Taux directeurs de la BCE**).

Garanties (Collateral) : actifs livrés (aux banques centrales par les **établissements de crédit**, par exemple) en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés (par les établissements de crédit à la banque centrale, par exemple) dans le cadre d'**accords de pension**.

Gouvernement d'entreprise (Corporate governance) : procédures et processus en vertu desquels une organisation est dirigée et contrôlée. La structure du gouvernement d'entreprise précise la répartition des droits et des responsabilités entre les différents acteurs de l'organisation, tels que le conseil d'administration, les dirigeants, les actionnaires et toute autre partie prenante, et définit les règles et procédures relatives à la prise de décision. Ce faisant, il définit également la structure au sein de laquelle sont déterminés les objectifs opérationnels de l'organisme et précise les moyens pour atteindre ces objectifs et surveiller les performances.

Grandes orientations des politiques économiques (GOPE) (Broad Economic Policy Guidelines (BEPGs)) : le **Traité** fait obligation aux États membres de considérer leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et de les coordonner au sein du **Conseil de l'UE**. Les Grandes orientations des politiques économiques constituent le principal instrument de cette coordination. Elles recouvrent des recommandations destinées aux responsables des politiques macroéconomiques et structurelles et fournissent une référence pour une évaluation *a posteriori* dans le cadre de la surveillance multilatérale au sein du Conseil de l'UE. Le Conseil de l'UE, agissant en vertu d'une recommandation de la **Commission européenne**, élabore un projet pour les Grandes orientations des politiques économiques et le soumet au **Conseil européen**. À partir des conclusions de ce dernier, le Conseil de l'UE adopte ensuite une recommandation relative aux Grandes orientations des politiques économiques.

IFM (Institutions financières monétaires) [MFIs (monetary financial institutions)] : institutions financières qui forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Elles incluent la **BCE**, les BCN des pays de la zone euro, ainsi que les **établissements de crédit** et les OPCVM monétaires situés dans la zone euro.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)] : mesure des prix à la consommation élaborée par **Eurostat** et harmonisée pour l'ensemble des pays de l'UE.

Institut monétaire européen (IME) [European Monetary Institute (EMI)] : institution à caractère temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le 1^{er} janvier 1994. Les deux missions principales de l'IME consistaient à renforcer la coopération entre banques centrales et la coordination des politiques monétaires et à effectuer les préparatifs nécessaires à la mise en place du **Système européen de banques centrales (SEBC)** en vue de la conduite de la politique monétaire unique et de la création d'une monnaie unique au cours de la phase III. Il a été mis en liquidation, le 1^{er} juin 1998, après l'instauration de la **BCE**.

Investissements directs (Direct investment) : investissements transfrontières effectués en vue d'acquérir un intérêt durable (en pratique, participation au capital équivalent à au moins 10 % des droits de vote) dans une entreprise située dans une autre région économique. Ce poste enregistre les acquisitions nettes d'actifs à l'étranger par les résidents de la **zone euro** (« investissements

directs des résidents à l'étranger ») et les acquisitions nettes d'actifs de la zone euro par les non-résidents (« investissements directs des non-résidents dans la zone euro »). Cette rubrique comprend les opérations en capital, les bénéfices réinvestis et les autres opérations en capital liées à des prêts intragroupes.

Investissements de portefeuille (Portfolio investment) : poste qui enregistre les acquisitions nettes par les résidents de la **zone euro** de titres émis par les non-résidents de la zone (« avoirs ») et les acquisitions nettes par ces non-résidents de titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les **titres de participation**, les **titres de créance** sous forme d'obligations et les instruments du **marché monétaire**. Les opérations sont enregistrées au prix effectif payé ou reçu, moins les commissions et les frais. Pour entrer dans la catégorie des investissements de portefeuille, la part de capital détenue dans une entreprise doit être inférieure à 10 % des droits de vote.

M1 : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des **IFM** et de l'**administration centrale** (exemple : Poste, Trésor).

M2 : agrégat monétaire intermédiaire comprenant **M1**, les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des **IFM** et de l'**administration centrale**.

M3 : agrégat monétaire large comprenant **M2** et les instruments négociables, c'est-à-dire les **pensions**, les titres d'OPCVM monétaires et les **titres de créance** d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les **IFM**.

Marché d'actions (Equity market) : marché sur lequel sont émis et négociés des titres conférant à leur porteur un droit de propriété partiel sur le capital d'une entreprise. La principale différence avec les titres de créance réside dans le fait que les actions n'ont pas à être remboursées par l'émetteur.

Marché monétaire (Money market) : marché sur lequel sont empruntés, placés et négociés des capitaux à court terme au moyen d'instruments assortis en règle générale d'une échéance initiale inférieure ou égale à un an.

Marché obligataire (Bond market) : marché sur lequel sont émis et négociés les **titres de créance** à moyen et long termes, c'est-à-dire les titres de créance d'une durée initiale supérieure à un an.

Marché des pensions (Repo market) : cf. **Accord de pension**.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (exchange rate mechanism II)] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la **zone euro** et les États membres de l'UE ne participant pas à la phase III de l'**UEM**.

Mécanisme d'interconnexion (Interlinking mechanism) : un des composants du système *Target*. Ce terme désigne les infrastructures et les procédures qui lient les **systèmes de règlement brut en temps réel** nationaux afin de permettre le traitement des paiements transfrontières dans le système *Target*.

Monnaie électronique [Electronic money (e-money)] : réserve électronique de valeur monétaire stockée sur un support technique pouvant être largement utilisé en tant qu'instrument au porteur prépayé pour effectuer des paiements au profit d'établissements autres que l'institution émettrice sans que les transactions impliquent nécessairement le recours à des comptes bancaires.

Normes comptables internationales [International Accounting Standards (IAS)] : principes comptables internationalement reconnus émis par le Conseil des normes comptables internationales, organisme indépendant à capitaux privés qui établit des normes comptables. Il s'agit de normes d'application internationale portant sur la fourniture d'informations transparentes et comparables dans les états financiers à vocation générale. En avril 2001, le Conseil des normes comptables internationales a annoncé que ses normes seraient désormais appelées *International Financial Reporting Standards (IFRS)* (Normes d'information financière internationales).

Opération de cession temporaire (Reverse transaction) : opération par laquelle la banque centrale achète ou vend des titres dans le cadre d'un **accord de pension** ou accorde des prêts adossés à des **garanties**.

Opération d'*open market* (Open market operation) : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux, qui implique l'une des transactions suivantes : (1) achat ou vente ferme d'actifs (au comptant ou à terme) ; (2) achat ou vente d'actifs dans le cadre d'un **accord de pension** ; (3) prêt ou emprunt contre des actifs admis en **garantie** ; (4) émission de certificats de dette de banque centrale ; (5) reprises de liquidité en blanc ; ou (6) **swaps** de change euros contre devises.

Opération principale de refinancement (Main refinancing operation) : opération d'*open market* hebdomadaire effectuée par l'**Eurosystème**. En 2003, le **Conseil des gouverneurs** a décidé qu'à compter du 9 mars 2004, la durée de ces opérations serait ramenée de deux semaines à une semaine. Les opérations principales de refinancement sont réalisées par voie d'appels d'offres à taux variable, un **taux de soumission minimal** étant annoncé à l'avance.

Opération de refinancement à plus long terme (Longer-term refinancing operation) : opération d'*open market* ayant normalement une échéance de trois mois effectuée par l'**Eurosystème** selon une périodicité mensuelle. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres à taux variable, le montant proposé à l'adjudication étant annoncé à l'avance.

Opération de réglage fin (Fine-tuning operation) : opération d'*open market* réalisée par l'**Eurosystème** de façon non régulière et principalement destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire.

Option (Option) : instrument financier qui donne au propriétaire le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent spécifique (une obligation ou une action, par exemple) à un cours préalablement fixé (prix d'exercice) au plus tard à une date ultérieure définie à l'avance (date d'exercice ou d'échéance). Une option d'achat donne au détenteur le droit d'acquérir l'actif sous-jacent à un prix d'exercice convenu, tandis qu'une option de vente lui donne le droit de le vendre à un prix d'exercice convenu.

Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth Pact) : se compose de deux règlements du Conseil, à savoir : (1) le Règlement (CE) n° 1466/97 du 7 juillet 1997 relatif au renforcement

de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques ; et (2) le Règlement (CE) n° 1467/97 du 7 juillet 1997 sur l'accélération et la clarification de la mise en œuvre de la **procédure de déficit excessif**, et d'une Résolution du **Conseil européen** relative au Pacte de stabilité et de croissance adoptée le 17 juin 1997 lors du sommet d'Amsterdam. Ce pacte vise à maintenir une situation saine des finances publiques au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)** afin de fournir une meilleure assise pour la **stabilité des prix** et une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. Plus précisément, des soldes budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent sont requis comme objectif à moyen terme pour les États membres.

Parlement européen (European Parliament): composé de 626 représentants des citoyens des États membres. En outre, 162 observateurs ont été nommés par les parlements nationaux des nouveaux pays adhérents. Le Traité d'adhésion stipule qu'à la suite de sa ratification par les États membres actuels et futurs, le Parlement européen comprendra 732 membres à compter de la prochaine législature (2004 – 2009). Le Parlement participe au processus législatif, mais avec des prérogatives qui varient selon les procédures d'adoption de la législation de l'Union européenne. Dans le cadre de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le Parlement a essentiellement des compétences consultatives. Toutefois, le **Traité** prévoit certaines procédures relatives à la responsabilité démocratique de la **BCE** devant le Parlement (présentation du *Rapport annuel*, débat général sur la politique monétaire, auditions devant les commissions parlementaires compétentes).

Pays adhérents (Acceding countries) : cf. **Pays candidats à l'adhésion**.

Pays candidats à l'adhésion (Accession countries) : à l'heure actuelle, treize pays d'Europe centrale et orientale et du pourtour méditerranéen ont été reconnus par le **Conseil européen** comme étant candidats à l'adhésion à l'Union européenne (UE). Dix pays rejoindront l'UE le 1^{er} mai 2004 : la République tchèque, l'Estonie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, Malte, la Pologne, la Slovaquie et la Slove. Ces dix pays sont appelés **pays adhérents**. Deux autres pays, la Bulgarie et la Roumanie, ont déjà entamé des négociations en vue d'une adhésion et ont la perspective d'entrer dans l'UE en 2007. La Turquie est, elle aussi, officiellement candidate à l'adhésion et participe au Dialogue économique au sein de l'UE, mais les négociations avec ce pays en vue de l'adhésion n'ont pas encore débuté. Le terme « pays candidats à l'adhésion » désigne les douze pays avec lesquels des négociations en vue de leur participation à l'Union européenne sont achevées ou en cours.

Période de constitution des réserves (Maintenance period) : période sur laquelle est calculé le respect par les **établissements de crédit** des obligations en matière de **réserves obligatoires**. Il a été décidé qu'à compter du 10 mars 2004, la période de constitution des réserves débiterait le jour du règlement de la première **opération principale de refinancement** suivant la réunion du **Conseil des gouverneurs** au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. La **BCE** publie un calendrier des périodes de constitution des réserves obligatoires au moins trois mois avant le début de l'année concernée.

Portefeuille de référence (Benchmark portfolio) : en matière de placements, il s'agit d'un portefeuille ou d'un indice de référence élaboré en fonction d'objectifs en termes de liquidité, de risque et de rendement des placements. Le portefeuille de référence sert de base pour évaluer la performance du portefeuille effectivement constitué.

Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents (MFI net external assets) :

elle comprend les créances des IFM de la **zone euro** sur les non-résidents (tels que l'or, les avoirs en billets libellés dans des devises autres que l'euro, les portefeuilles de titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents) moins les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (tels que les portefeuilles des non-résidents de la zone euro en dépôts, **pensions**, titres d'OPCVM monétaires et **titres de créance** d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM).

Position extérieure [International investment position (i.i.p.)] : valeur et décomposition des créances financières nettes (ou engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde. Également dénommée position extérieure nette (créditrice ou débitrice).

Procédure de déficit excessif (Excessive deficit procedure) : la disposition définie à l'article 104 du **Traité** et précisée dans le protocole sur la procédure de déficit excessif impose aux États membres de l'UE de maintenir une discipline budgétaire, définit les critères sur la base desquels une position budgétaire est considérée comme une situation de déficit excessif et régit les mesures à prendre à la suite du constat de non-respect des conditions relatives à l'équilibre du budget ou à la dette publique. Cette disposition est complétée par le Règlement du Conseil (CE) n° 1467/97 du 7 juillet 1997 sur l'accélération et la clarification de la mise en œuvre de la procédure applicable en cas de déficit excessif, qui constitue un élément du **Pacte de stabilité et de croissance**.

Programmes de stabilité (Stability programmes) : estimations et plans à moyen terme des administrations publiques, fournis par les pays de la **zone euro**, concernant l'évolution des principales variables économiques. Ils fixent comme objectif à moyen terme une situation budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent, ou la stratégie d'ajustement conduisant à cet objectif, tel que défini dans le **Pacte de stabilité et de croissance**. Les programmes de stabilité doivent être actualisés chaque année. Ils sont examinés par la **Commission européenne** et le **Comité économique et financier (CEF)**, dont les rapports servent de base à une évaluation par le **Conseil Ecofin**.

Projections (Projections) : résultats des exercices réalisés par les services de l'**Eurosystème** afin de prévoir les scénarios possibles concernant les évolutions macroéconomiques futures au sein de la **zone euro**. Les projections macroéconomiques établies par les experts de l'Eurosystème sont obtenues à l'aide de procédures garantissant leur cohérence avec les projections relatives à chaque pays. Publiées deux fois par an, elles s'inscrivent dans la stratégie de politique monétaire de la **BCE** et sont un des éléments servant à l'évaluation, par le **Conseil des gouverneurs**, des risques pour la **stabilité des prix**.

Ratio de déficit (administrations publiques) [Deficit ratio (general government)] : le déficit des administrations publiques est défini comme le besoin net de financement et correspond à la différence entre les recettes de l'État et ses dépenses. Le ratio de déficit est défini comme le rapport entre le déficit des administrations publiques et le produit intérieur brut aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 104 (2) du **Traité** instituant la Communauté européenne pour établir l'existence d'un déficit excessif. Il est également désigné par les termes « ratio de déficit budgétaire » ou « ratio de déficit public ».

Ratio de la dette publique (administrations publiques) [Debt ratio (general government)] : la dette des administrations publiques est définie comme l'encours de la dette brute totale en valeur

nominale en fin d'exercice, consolidée entre et au sein des secteurs composant les administrations publiques. Le ratio de la dette publique est défini comme le rapport entre la dette des administrations publiques et le produit intérieur brut aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 104 (2) du **Traité** pour établir l'existence d'un déficit excessif.

Réserves obligatoires (Reserve requirement) : montant minimum de réserves qu'un **établissement de crédit** est tenu de constituer auprès de l'**Eurosystème**. Le respect de cette obligation est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens sur une **période de constitution** d'un mois environ.

Revenu monétaire (Monetary income) : revenu dégagé par les BCN dans l'exercice des missions de politique monétaire de l'**Eurosystème**. Ce revenu est issu d'actifs identifiés conformément aux orientations déterminées par le **Conseil des gouverneurs** et détenus en contrepartie des billets en circulation et des dépôts des **établissements de crédit**.

Risque de crédit (Credit risk) : risque qu'une **contrepartie** ne règle intégralement son obligation ni à l'échéance, ni à aucun moment au-delà de cette échéance.

Risque de liquidité (Liquidity risk) : risque qu'une **contrepartie** ou un participant à un système de paiement et de règlement ne s'acquitte pas intégralement de son obligation à la date prévue. Le risque de liquidité ne signifie pas que la contrepartie est insolvable car elle peut ultérieurement recouvrer la capacité de régler la dette en suspens, à un moment non précisé.

Risque de règlement (Settlement risk) : terme général désignant le risque que le règlement, au sein d'un système d'échange, n'ait pas lieu comme prévu. Ce risque peut désigner à la fois le **risque de crédit** et le **risque de liquidité**.

Risque systémique (Systemic risk) : risque que l'incapacité d'un participant à un système de virement de fonds ou d'échange de valeur ou sur les marchés financiers en général de remplir ses obligations rende, à leur tour, les autres participants ou institutions financières incapables de remplir les leurs (y compris les obligations de règlement dans un système de transfert) le moment venu. Une telle défaillance peut entraîner d'importants problèmes de liquidité ou de crédit et, par conséquent, menacer la stabilité des marchés de capitaux.

Solde primaire (Primary balance) : besoin net ou capacité nette de financement des administrations publiques à l'exclusion des charges d'intérêts sur leurs engagements consolidés.

Stabilité des prix (Price stability) : maintenir la stabilité des prix est le principal objectif de l'Eurosystème. Le **Conseil des gouverneurs** définit la stabilité des prix comme une progression sur un an de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2 % pour la **zone euro**. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Swap de change (Foreign exchange swap) : échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme. L'**Eurosystème** peut exécuter des **opérations d'open market** sous la forme de *swaps* de change par lesquels les BCN (ou la **BCE**) achètent ou vendent l'**euro** au comptant contre une devise et le revendent ou le rachètent simultanément à terme.

Système européen de banques centrales (SEBC) (European System of Central Banks – ESCB) : constitué de la **BCE** et des BCN de chacun des quinze États membres, il comprend, outre les membres de l'**Eurosystème**, les BCN des États membres qui n'ont pas encore adopté l'**euro**. Le SEBC est administré par le **Conseil des gouverneurs**, par le **Directoire** de la BCE et par le troisième organe de décision de la BCE, le **Conseil général**.

Système européen de comptes 1995 (SEC 95) [European System of Accounts (ESA 95)] : système de définitions et de classifications statistiques homogènes visant à fournir une présentation harmonisée des données statistiques publiées par les États membres. Le SEC 95 est la version, propre à la Communauté, du système international des comptes nationaux 1993 (SCN 93).

Système de règlement brut en temps réel (RBTR) – (Real-time gross settlement (RTGS) system) : système de règlement dans lequel le traitement et le règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans compensation) en temps réel (en continu) (cf. *Target*).

Système de règlement de titres [Securities settlement system (SSS)] : système permettant la détention et le transfert de titres ou autres actifs financiers *franco* de paiement ou contre paiement (livraison contre paiement).

Target (système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) [TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)] : système de règlement brut en temps réel pour les paiements en **euros**. Ce système décentralisé se compose des quinze systèmes RBTR nationaux, du mécanisme de paiement de la **BCE** et du **mécanisme d'interconnexion**.

Taux de change effectifs (TCE nominaux/réels) [Effective exchange rates (EERs, nominal/real)] : les taux de change effectifs nominaux de l'euro sont des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'**euro** par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la **zone euro**. La **BCE** publie les indices de TCE nominal de l'euro par rapport aux devises d'un groupe restreint et d'un groupe élargi de partenaires commerciaux. Les pondérations correspondent au poids de chaque pays dans les échanges commerciaux de la zone euro. Les taux de change effectifs réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité prix et coûts de la zone.

Taux de décote (Valuation haircut) : mesure de contrôle du risque appliquée aux actifs pris en garantie, utilisée dans le cadre des **opérations de cession temporaire**, par laquelle la banque centrale évalue les actifs pris en garantie à partir de leur valeur de marché diminuée d'un certain pourcentage (taux de décote). L'**Eurosystème** applique des taux de décote différents selon les caractéristiques des actifs et notamment leur durée résiduelle.

Taux directeurs de la BCE (Key ECB interest rates) : taux d'intérêt fixés par le **Conseil des gouverneurs**, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la **BCE**. Il s'agit du **taux de soumission minimal** appliqué aux **opérations principales de refinancement**, du taux d'intérêt de la **facilité de prêt marginal** et du taux de la **facilité de dépôt**.

Taux d'intérêt (Interest rate) : montant, généralement exprimé en pourcentage annuel, qu'un débiteur doit verser à un créancier sur une période donnée en fonction du montant du principal du prêt, du dépôt ou du titre de créance.

Taux d'intérêt des banques de dépôts (Retail bank interest rates) : cf. **Taux d'intérêt des IFM.**

Taux d'intérêt des IFM (MFI interest rates) : taux d'intérêt que les **établissements de crédit** et autres institutions résidents appliquent aux dépôts libellés en euros et aux prêts aux ménages et aux sociétés non financières résidant dans la **zone euro**. Les obligations relatives aux statistiques de taux d'intérêt des IFM sont définies dans le règlement BCE/2001/18 du 20 décembre 2001.

Taux de réserves (Reserve ratio) : coefficient établi par la banque centrale pour chaque catégorie d'éléments de bilan inclus dans l'**assiette des réserves**. Ces coefficients servent à calculer les **réserves obligatoires**.

Taux de soumission minimal (Minimum bid rate) : **taux d'intérêt** le plus bas auquel les **contreparties** peuvent soumissionner dans le cadre des **opérations principales de refinancement** réalisées par voie d'appels d'offres à taux variable. Il est l'un des **taux directeurs de la BCE** reflétant l'orientation de la politique monétaire.

Titres de créance (Debt securities) : ces titres représentent une promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates futures déterminées à l'avance. Ils sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

Titres de participation (Equity securities) : ils représentent une part dans les fonds propres d'une entreprise. Ils comprennent les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Traité (Treaty) : ce terme désigne le traité instituant la Communauté européenne. Signé à Rome le 25 mars 1957, le Traité est entré en vigueur le 1^{er} janvier 1958. Il a institué la Communauté économique européenne (CEE), qui est devenue la Communauté européenne (CE), et est souvent désigné sous le terme de « traité de Rome ». Le traité sur l'Union européenne (couramment appelé « traité de Maastricht ») a été signé le 7 février 1992, et est entré en vigueur le 1^{er} novembre 1993. Il a modifié le traité portant création de la Communauté européenne et institué l'Union européenne. Le « traité d'Amsterdam », signé à Amsterdam le 2 octobre 1997 et entré en vigueur le 1^{er} mai 1999 ainsi que, tout récemment, le « traité de Nice », signé le 26 février 2001 et entré en vigueur le 1^{er} février 2003, ont modifié tant le traité instituant la Communauté européenne que le traité sur l'Union européenne.

Traitement de bout en bout [Straight-through processing (STP)] : traitement automatisé de bout en bout des transactions/flux de paiement incluant la mise en œuvre automatique de la création, de la confirmation, de la compensation et du règlement des instructions.

Union économique et monétaire (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)] : le **Traité** distingue trois étapes dans le processus de l'UEM de l'Union européenne (UE). La phase I de l'UEM a commencé en juillet 1990 et s'est achevée le 31 décembre 1993; elle a essentiellement été caractérisée par la levée de tous les obstacles internes à la libre circulation des capitaux au sein de l'UE. La phase II de l'UEM, qui a débuté le 1^{er} janvier 1994, a notamment comporté la création de l'**Institut monétaire européen (IME)**, l'interdiction du financement du secteur public

par les banques centrales et de son accès privilégié aux institutions financières, ainsi que la nécessité d'éviter les déficits publics excessifs. La phase III a démarré le 1^{er} janvier 1999 avec le transfert des compétences monétaires à la **BCE** et l'introduction de l'**euro**. Le processus de création de l'UEM s'est achevé avec le passage à l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002.

Valeur de référence pour la croissance de M3 (Reference value for M3 growth) : taux de croissance annuel de **M3** à moyen terme compatible avec le maintien de la **stabilité des prix**. À l'heure actuelle, la valeur de référence pour la croissance annuelle de M3 est fixée à 4,5 %.

Volatilité implicite (Implied volatility) : mesure de la volatilité attendue (écart-type de la variation annualisée en pourcentage) des cours, notamment des obligations et des actions (ou de contrats à terme correspondants), qui peut être induite des prix des **options**.

Zone euro (Euro area) : zone englobant les États membres dans lesquels l'**euro** a été adopté comme monnaie unique, conformément au **Traité**, et dans lesquels est menée une politique monétaire unique, sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **BCE**. La zone euro comprend actuellement la Belgique, l'Allemagne, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande.

