



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

2004

2004

2004

ECB EZB EKT EKP

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

RAPPORT ANNUEL
2004





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



**RAPPORT ANNUEL
2004**



En 2005, toutes
les publications
de la BCE
comporteront
un motif figurant
sur le billet
de 50 euros.

© Banque centrale européenne, 2005

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. Tous droits réservés. Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées en citant la source.

Photographies :

Claudio Hils

Martin Joppen

Stefan Laub

Constantin Meyer

Marcus Thelen

Parlement européen

La date d'arrêté des statistiques figurant dans le présent Rapport est le 25 février 2005.

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

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS		
CHAPITRE 1		
LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE		
1 LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE	18	
2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES, FINANCIÈRES ET ÉCONOMIQUES	22	
2.1 L'environnement macroéconomique international	22	
2.2 Les évolutions monétaires et financières	26	
2.3 Les évolutions de prix	47	
2.4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail	55	
2.5 Les évolutions budgétaires	65	
2.6 Les évolutions des taux de change et de la balance des paiements	73	
3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE HORS ZONE EURO	79	
CHAPITRE 2		
LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE		
1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT	92	
1.1 Les opérations de politique monétaire	92	
1.2 Les opérations de change	98	
1.3 Les activités de placement		
2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES	100	
2.1 Le système <i>Target</i>	100	
2.2 <i>Target 2</i>	102	
2.3 L'utilisation transfrontière de garanties	103	
11 3 LES BILLETS ET PIÈCES	105	
3.1 La circulation des billets et pièces	105	
3.2 La contrefaçon des billets et la lutte contre la contrefaçon	106	
3.3 L'émission et la production des billets	108	
4 LES STATISTIQUES	110	
4.1 Les nouvelles améliorations du cadre statistique de la zone euro	110	
4.2 Les nouvelles statistiques ou les statistiques améliorées	111	
4.3 Les statistiques de finances publiques	112	
5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE	113	
5.1 Le programme de recherche	113	
5.2 Les réseaux de recherche	114	
5.3 La modélisation macroéconomique de la zone euro	115	
6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS	117	
6.1 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	117	
6.2 Les fonctions consultatives	117	
6.3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires	118	
CHAPITRE 3		
LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES		
1 LA STABILITÉ FINANCIÈRE	124	
1.1 Le suivi de la stabilité financière	124	
1.2 La coopération dans les situations de crise	127	
98 2 LA RÈGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES	128	
2.1 Le secteur bancaire	128	
2.2 Les valeurs mobilières	128	
2.3 La comptabilité	129	
3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE	130	

4 LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ	135	CHAPITRE 7	L'ÉLARGISSEMENT DE L'UNION EUROPÉENNE	
4.1 La surveillance des systèmes et des infrastructures de paiement de montant élevé en euros	135	1 L'ADHÉSION RÉUSSIE DE DIX NOUVEAUX ÉTATS MEMBRES	170	
4.2 Les services de paiement de détail	137	2 LES RELATIONS AVEC LES PAYS CANDIDATS À L'UE	175	
4.3 Les systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres	137			
CHAPITRE 4		CHAPITRE 8		
LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES		LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS		
I LES QUESTIONS EUROPÉENNES	146	I LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE	179	
1.1 Les questions de politique économique	146	1.1 L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales	179	
1.2 Les questions institutionnelles	148	1.2 Le Conseil des gouverneurs	181	
2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES	150	1.3 Le Directoire	184	
2.1 Les principales évolutions du système monétaire et financier international	150	1.4 Le Conseil général	186	
2.2 La coopération avec des pays hors UE	153	1.5 Les comités Eurosystème/SEBC et le comité budgétaire	187	
		1.6 Le gouvernement d'entreprise	187	
CHAPITRE 5		2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION	190	
LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ		2.1 Les ressources humaines	190	
I LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN	158	2.2 Le nouveau site de la BCE	191	
2 LES POINTS DE VUE DE LA BCE SUR CERTAINS SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN	159	3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC	193	
		4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE	195	
		Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2004	196	
		Bilan au 31 décembre 2004	200	
		Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2004	202	
		Les règles et méthodes comptables	203	
		Annexe au bilan	207	
		Annexe au compte de résultat	215	
		Annexe relative à la répartition des pertes	218	
		Rapport des commissaires aux comptes	219	
CHAPITRE 6		5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'Eurosystème AU 31 DÉCEMBRE 2004	220	
LA COMMUNICATION EXTERNE				
I LA POLITIQUE DE COMMUNICATION	164			
2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION	165			

ANNEXES

INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE	224
AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE	229
DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS JANVIER 2004	233
CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTEME	239
GLOSSAIRE	241

LISTE DES ENCADRÉS

1 Les tendances des placements financiers des agents non financiers de la zone euro en 2004	28
Tableau : Les placements financiers des agents non financiers de la zone euro	29
2 Quelles peuvent être les conséquences de l'excès de liquidité dans la zone euro ?	31
Graphique : Présentation schématique des utilisations possibles de l'excès de liquidité	32
3 Les tendances générales de la volatilité implicite des marchés financiers	37
Graphique A : Volatilité implicite des marchés financiers de la zone euro	37
Graphique B : Volatilité implicite des marchés obligataires et boursiers de la zone euro et des États-Unis	38
4 Les petites et moyennes entreprises ont-elles bénéficié de conditions de financement moins favorables que les grandes entreprises dans la zone euro en 2004 ?	44
Graphique A : Modifications des critères d'attribution de crédits ou de lignes de crédit aux sociétés non financières	44

Graphique B : Taux d'intérêt appliqués par les IFM : écarts entre les prêts de faible montant et ceux de montant élevé consentis aux sociétés non financières	45
5 Les prix du pétrole et l'économie de la zone euro	50
Graphique A : Cours du baril de <i>Brent</i>	50
Tableau : Augmentations nominales des cours du <i>Brent</i> durant des périodes spécifiques	51
Graphique B : Prix pétroliers et contribution des composantes énergie les plus importantes à la hausse de l'IPCH	52
Graphique C : Prix pétroliers et contribution de certaines des composantes transport à la hausse de l'IPCH	52
6 Les avancées des réformes structurelles sur les marchés de produits et du travail de l'UE	57
7 Les effets potentiels des évolutions démographiques dans la zone euro	62
Graphique : Principales évolutions démographiques dans la zone euro	62
8 Les évolutions des encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro	67
Graphique A : Encours de titres de créance des administrations publiques par pays émetteur en 2004	67
Tableau : Structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro	68
Graphique B : Écarts de rendement des emprunts publics à long terme par rapport à l'Allemagne	69
Graphique C : Évolutions des ratios de dette publique/PIB par rapport à l'Allemagne et variations des écarts de rendement entre 2001 et 2004	70

9	La politique budgétaire et la stabilité macroéconomique
10	Les principaux éléments du mécanisme de change II (MCE II)
11	Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves
12	Le réseau de recherche sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe
13	L'intégration financière des marchés du crédit de la zone euro
14	Normes pour la compensation et le règlement de titres dans l'Union européenne
15	La déclaration de mission de l'Eurosystème

LISTE DES TABLEAUX

1	Évolution des prix
2	Indicateurs de coûts salariaux
3	Structure de la croissance du PIB en volume
4	Évolutions du marché du travail
5	Situations budgétaires dans la zone euro
6	Croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro
7	IPCH des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro
8	Situation budgétaire des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro
9	Balance des paiements des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro
10	Évolutions au sein du MCE II
11	Stratégies de politique monétaire officielles des États membres n'appartenant pas à la zone euro
12	Flux de paiements dans <i>Target</i>
13	Disponibilité globale de <i>Target</i>
14	Répartition des faux billets par coupures
15	Répartition de la production des billets en euros en 2004
16	Principales caractéristiques de l'économie de l'UE avec et sans les nouveaux États membres

LISTE DES GRAPHIQUES

71	1 Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire	18
84	2 Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées	22
119	3 Principales évolutions sur les marchés de matières premières	25
131	4 M3 et M3 corrigé de l'incidence estimée des réaménagements de portefeuille	26
134	5 Contributions à la croissance annuelle de M3	26
139	6 Taux d'intérêt à court terme appliqués par les IFM aux dépôts	27
180	7 Variations de M3 et de ses contreparties	29
	8 Estimations du <i>money gap</i>	30
	9 Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro et courbe des rendements du marché monétaire	34
	10 Taux d'intérêt des contrats Euribor 3 mois et volatilité implicite tirée des options sur contrats Euribor 3 mois	34
	11 Rendements des emprunts publics à long terme	35
	12 Rendements réels de l'OAT€i et points morts d'inflation de la zone euro	35
	13 Principaux indices boursiers	40
	14 Croissance des résultats effectifs et attendus des entreprises	40
	15 Dynamique du marché de l'immobilier et prêts au logement dans les pays de la zone euro	41
	16 Taux d'intérêt des IFM sur les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières	41
	17 Ratio dette/PIB et croissance des prêts aux ménages	42
	18 Indicateurs des coûts de financement du recours au marché des sociétés non financières	43
	19 Contribution au taux de croissance annuel de l'endettement des sociétés non financières	46
	20 Indicateurs de bilan relatifs aux sociétés non financières	47
	21 Ventilation de l'IPCH : principales sous-composantes	49
	22 Contributions des sous-composantes à l'IPCH	49

23 Évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro	54
24 Ventilation des prix à la production	54
25 Ventilation sectorielle de la rémunération par personne employée	55
26 Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume	56
27 Productivité du travail	61
28 Chômage	61
29 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro	75
30 Solde du compte de transactions courantes et composantes	75
31 Solde du compte financier et composantes	77
32 Variations du taux de change de l'euro vis-à-vis des monnaies de l'UE n'appartenant pas au MCE II	86
33 Opérations principales de refinancement hebdomadaires : soumissions et montants alloués en 2004	93
34 Facteurs de la liquidité et évolution des billets en circulation dans la zone euro en 2004	95
35 Garanties négociables éligibles	96
36 Utilisation des garanties négociables	96
37 Valeur totale des billets en circulation entre 2000 et 2004	105
38 Nombre total de billets en euros en circulation entre 2002 et 2004	105
39 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2004	106
40 Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2004	107
41 Documents de travail de la BCE : classement selon la grille du <i>Journal of Economic Literature</i>	114

ABRÉVIATIONS

PAYS	AUTRES
BE	Belgique
CZ	République tchèque
DK	Danemark
DE	Allemagne
EE	Estonie
GR	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IE	Irlande
IT	Italie
CY	Chypre
LV	Lettonie
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
HU	Hongrie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PL	Pologne
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
JP	Japon
US	États-Unis
	BCE
	BCN
	BRI
	CE
	CUMIM
	cvs
	FMI
	HWWA
	IFM
	IME
	IPC
	IPCH
	IPP
	OIT
	PIB
	SEBC
	SEC 95
	UE
	UEM
	Banque centrale européenne
	Banque centrale nationale
	Banque des règlements internationaux
	Communauté européenne
	Coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière
	Corrigé des variations saisonnières
	Fonds monétaire international
	Institut de recherches économiques de Hambourg
	Institution(s) financière(s) monétaire(s)
	Institut monétaire européen
	Indice des prix à la consommation
	Indice des prix à la consommation harmonisé
	Indice des prix à la production
	Organisation internationale du travail
	Produit intérieur brut
	Système européen de banques centrales
	Système européen des comptes nationaux 1995
	Union européenne
	Union économique et monétaire

Ainsi qu'il est d'usage dans la Communauté, les pays de l'Union européenne 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 : Stephan Jung

Titre : P.WP1, 2002

Support : Huile sur toile, Format : 230 × 265 cm

16

Artiste : Isa Dahl

Titre : "eben still", 2004

Support : Huile sur toile, Format : ø 190 cm

90

Artiste : Jacob Dahlgren

Titre : Kraków, 2002

Support : Pots de yaourt montés sur aluminium, Format : 184 × 148 x 10 cm

122

Artiste : Ana Luísa Ribeiro

Titre : Sans titre, 2002

Support : Huile sur toile, Format : 150 × 230 cm

144

Artiste : Xenia Hausner

Titre : Traumspiel, 2004

Support : Chromolithographie sur papier fait main (ed. 16/25), Format : 96 × 129 cm

156

Artiste : Philippe Cognée

Titre : Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

Support : Encaustique sur toile, Format : 154 × 153 cm

162

Artiste : Ian Fabre

Titre : Sans titre, 1987

Support : Encre de stylo à bille sur papier, Format : 200 × 158 cm

168

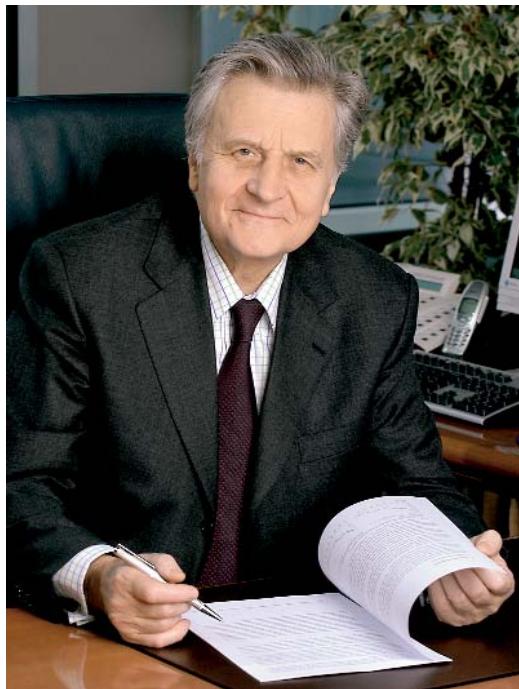
Artiste : Reinhold A. Goelles

Titre : Sans titre

Support : Acrylique sur toile, Format : 152 × 100 cm

176

AVANT-PROPOS



Si l'on se reporte aux évènements de l'année écoulée, l'élargissement de l'UE, qui a eu lieu le 1^{er} mai 2004, apparaît comme une réalisation historique majeure. Nous nous sommes préparés bien à l'avance à cet élargissement, dans nos domaines de compétence, en associant notamment de façon précoce les gouverneurs des banques centrales des dix nouveaux États membres, en tant qu'observateurs au sein du Conseil général ; le succès de l'élargissement tient également à l'intense travail de préparation effectué par la BCE et ses agents. Nous avons, en outre, ouvert les comités du Système européen de banques centrales (SEBC) aux experts de ces banques centrales, qui ont également participé en tant qu'observateurs. Le caractère approfondi et l'esprit de coopération dans lequel s'est déroulée cette préparation ont permis à ces pays et à leurs banques centrales d'intégrer facilement l'UE et le SEBC. La première réunion du Conseil général après l'élargissement a représenté, pour nous tous, un évènement émouvant ; par ailleurs, la première téléconférence du Conseil général a également constitué une étape importante : nous avons ainsi pu nous assurer du parfait fonctionnement de notre nouveau réseau de communication

sécurisé et démontrer notre capacité à engager un débat constructif à travers l'Europe grâce à ce procédé.

Les dix nouveaux États membres ont adhéré à l'UE sans clause d'« exemption ». Ils ont ainsi pris l'engagement de rejoindre, à terme, la zone euro. En totale conformité avec les exigences du Traité, il apparaît essentiel d'assurer la meilleure préparation possible pour l'adoption de l'euro, à savoir un niveau élevé de convergence durable en vertu des critères de Maastricht : nous sommes tous d'accord sur ce point.

Au cours de l'année 2004, trois nouvelles devises, la couronne estonienne, le litas lituanien et le tolar slovène ont adhéré au MCE II, jusqu'alors composé de la monnaie ancre, l'euro, et de la couronne danoise. Les trois nouveaux membres se sont engagés à participer au MCE II de façon à assurer à la fois le bon fonctionnement du système et la meilleure contribution possible à la réalisation d'une convergence durable.

Les pays membres de l'UE s'apprêtent à ratifier le Traité, récemment signé, établissant une Constitution pour l'Europe. Celle-ci représente une puissante illustration de la volonté de l'Europe de poursuivre l'approfondissement historique de l'Union parallèlement à son élargissement. L'Eurosystème, dont l'objectif principal consiste à maintenir la stabilité des prix, est pleinement conscient de son rôle, entériné par la Constitution, dans l'approfondissement de l'UE. La Constitution confirme également tous les éléments essentiels du cadre d'analyse de l'UEM, relevant à la fois du pilier monétaire et du pilier économique et budgétaire. La BCE escompte la ratification de la Constitution.

L'année 2004 a été caractérisée par une croissance modérée dans la zone euro, la progression du PIB en volume pour l'ensemble de l'année ayant été de 1,8 % après 0,5 %

en 2003. Le profil de croissance de l'année a été marqué par un relatif dynamisme au premier semestre, suivi d'une croissance lente aux troisième et quatrième trimestres. Dans l'ensemble, le diagnostic d'une reprise progressive intervenant dans un contexte d'incertitudes, au niveau tant interne qu'international, a été confirmé.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu le taux des opérations principales de refinancement au niveau exceptionnellement bas de 2 % tout au long de l'année 2004. Il a poursuivi une politique monétaire visant à préserver la stabilité des prix dans un environnement international complexe marqué, en particulier, par des augmentations des cours des matières premières et du pétrole, des épisodes de volatilité sur les marchés de change, la persistance d'importants déséquilibres mondiaux et le dynamisme de certaines économies émergentes, qui a contribué de façon significative à la croissance mondiale. Tout au long de l'année, le Conseil des gouverneurs a insisté sur la nécessité de rester vigilant face aux risques inflationnistes liés aux éventuels « effets de second tour » sur les salaires et les prix, à la suite des poussées de l'inflation globale découlant en particulier des chocs sur les prix des matières premières et du pétrole. C'est notamment parce que les agents économiques et les partenaires sociaux ont clairement compris notre message que ces effets de second tour restent limités.

Au cours du premier semestre 2004, les estimations des anticipations d'inflation à moyen et long termes, tirées de différentes enquêtes et des obligations indexées, ont affiché une certaine tendance haussière. Cette tendance négative s'est interrompue vers la mi-2004 et a commencé à s'inverser durant le second semestre. Le Conseil des gouverneurs a fermement exprimé sa vigilance au cours de cette période, contribuant certainement ainsi à préserver l'ancrage global des anticipations d'inflation à un niveau conforme à notre définition de la stabilité des prix, soit des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 %.

Cet ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long termes dans la zone euro, qui reflète la crédibilité du Conseil des gouverneurs de la BCE, est essentiel. En effet, c'est cette crédibilité qui permet à la BCE de maintenir la stabilité des prix, conformément à la mission qui lui a été confiée par le Traité, même dans des circonstances difficiles, en fournissant aux agents économiques une référence claire pour le processus de fixation des prix et des salaires. Cette crédibilité permet également à la zone euro de bénéficier d'un environnement financier propice à la croissance et à la création d'emplois, grâce à des taux de marché à moyen et long termes historiquement bas intégrant des anticipations d'inflation conformes à notre définition de la stabilité des prix.

Une politique monétaire efficace constitue une condition nécessaire, mais non suffisante, pour assurer une croissance soutenable et des créations d'emplois. Elle doit s'accompagner d'une politique budgétaire saine et d'une palette appropriée de réformes structurelles.

Pour cette raison, l'Eurosystème a toujours fermement milité en faveur d'une application rigoureuse du Pacte de stabilité et de croissance et n'a cessé de souligner la nécessité de préserver pleinement l'intégrité du volet correctif du Pacte, en particulier l'ancrage nominal à 3 % du PIB comme limite aux déficits budgétaires, ainsi que de la procédure de déficit excessif.

C'est également pour cette raison que l'Eurosystème a plaidé si vigoureusement pour que la zone euro s'engage résolument dans la mise en œuvre de réformes structurelles des marchés du travail, de l'éducation et de la formation, de la recherche et du développement, des marchés de biens et de services ainsi que de la gestion des systèmes de prestations sociales. Ces réformes sont de la plus haute importance pour éléver la croissance potentielle de l'économie européenne, favoriser les créations d'emplois et réduire le chômage de façon

significative. Tout au long de 2004, la BCE a soutenu les initiatives de la Commission européenne et du Conseil de l'UE en vue de relancer et d'accélérer la mise en œuvre des réformes structurelles prévues dans l'agenda de Lisbonne. Nous avons également accueilli favorablement les propositions visant à privilégier dans cet agenda un nombre limité de domaines prioritaires propices au renforcement de la croissance et de l'emploi, qui figuraient dans le rapport du groupe de haut niveau présidé par Wim Kok, publié fin 2004.

En ce qui concerne l'organisation et le fonctionnement de la BCE, l'année 2004 a comporté de nombreux défis pour l'institution. La BCE a enregistré une perte nette de 1 636 millions d'euros, contre une perte nette de 477 millions en 2003. Cette perte est de nouveau due à l'évolution des taux de change qui a fait baisser la contre-valeur en euros des avoirs de la BCE libellés en devises. Nos règles comptables reposent sur le principe de prudence maximale. En conséquence, les moins-values latentes sur les avoirs de réserve sont considérées comme réalisées et enregistrées dans le compte de résultat en fin d'année : en 2004, l'appréciation de l'euro a entraîné près de 2,1 milliards d'euros de moins-values nettes de change. À l'inverse, les plus-values latentes ne sont pas comptabilisées comme des produits, mais sont enregistrées directement dans les comptes de réévaluation.

Les revenus courants de la BCE proviennent principalement des produits tirés du placement des réserves de change et de la part libérée de son capital, qui se monte à 4,1 milliards d'euros, et du revenu monétaire sur sa part de 8 % des billets en euros en circulation. En 2004, les produits d'intérêt ont de nouveau été faibles, en raison notamment du niveau exceptionnellement bas des taux directeurs, celui des opérations principales de refinancement ayant été maintenu à 2 % sur l'ensemble de l'année. Au total, le montant net des produits d'intérêt acquis par la BCE s'est élevé à 690 millions d'euros, contre 715 millions

d'euros en 2003. Les charges d'exploitation de la BCE relatives aux dépenses de personnel, aux loyers et charges locatives et aux achats de biens et services ont atteint 340 millions d'euros. À fin 2004, la BCE employait 1 314 personnes, contre 1 217 l'année précédente.

L'année 2004 a vu l'aboutissement du projet *ECB in Motion* (la BCE en mouvement), qui visait à améliorer l'efficacité et l'efficience 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. La plupart des mesures figurant dans le programme et approuvées par le Directoire ont déjà été menées à bien et quelques-unes sont encore en cours de mise en œuvre. *ECB in Motion* a constitué un projet remarquable qui a contribué à améliorer notre culture d'entreprise et à renforcer l'esprit d'équipe au sein de la Banque. Le Directoire s'est pleinement engagé dans la mise en œuvre de cette initiative et la préservation de son esprit.

L'année écoulée a été marquée par deux autres évolutions importantes. Premièrement, l'adoption des valeurs essentielles de la BCE : compétence, efficacité et efficience, intégrité, esprit d'équipe, transparence et responsabilité et conscience d'œuvrer pour l'Europe ; deuxièmement, la décision de s'engager dans une procédure de budget base zéro (BBZ). Depuis sa création le 1^{er} juin 1998, l'institution s'est développée rapidement pour relever avec succès les défis historiques qui se sont posés à elle ; la BCE ayant établi la preuve de son efficacité, elle a estimé que le moment était venu de réexaminer en profondeur l'efficience de son fonctionnement. Le Directoire a donc lancé en 2004 cette procédure BBZ, afin de passer en revue l'ensemble des missions de l'institution et la répartition du personnel y afférente. Ce projet est en cours de réalisation et sera achevé à mi-2005.

Le Directoire, le Conseil des gouverneurs et le Conseil général de la BCE sont animés par un

esprit d'équipe exceptionnel. Dans la zone euro, la BCE et les douze banques centrales nationales constituent une seule et même équipe, l'Eurosystème. L'année 2004 a été marquée par l'adoption de la Déclaration de mission de l'Eurosystème (figurant à l'encadré 15 du présent *Rapport annuel*), qui vaut pour l'ensemble des treize institutions de la zone euro et leur personnel. La Déclaration de mission illustre avec force notre volonté collective de renforcer l'équipe de l'Eurosystème au service de l'Europe et de sa monnaie unique. La BCE est fière d'occuper une place de premier plan au sein de cette équipe d'exception.

Francfort-sur-le-Main, mars 2005

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Jean-Claude Trichet". The signature is fluid and cursive, with a distinct "J" at the beginning.

Jean-Claude Trichet

Artiste

Stephan Jung

Titre

P.WP1, 2002

Support

Huile sur toile

Format

230 x 265 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



CHAPITRE I

LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE

I LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La reprise économique qui s'est amorcée au second semestre 2003 dans la zone euro s'est poursuivie en 2004. L'activité s'est renforcée au premier semestre, bénéficiant de la vigueur de la croissance économique mondiale. Au second semestre 2004, elle s'est légèrement affaiblie, sous l'effet notamment de la hausse des cours du pétrole. Dans l'ensemble, le PIB en volume a progressé, en données corrigées du nombre de jours ouvrables, de 1,8 % en 2004, après 0,5 % en 2003 et 0,9 % en 2002.

Dans ce contexte de reprise économique progressive, les tensions inflationnistes sous-jacentes d'ordre interne sont demeurées contenues, en raison, pour l'essentiel, de la modération des hausses de salaires. La légère appréciation du taux de change effectif nominal de l'euro a également contribué à atténuer ces tensions. En 2004, l'inflation globale a toutefois été fortement affectée par les relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte et, en particulier au second semestre, par le renchérissement du pétrole. En conséquence,

l'IPCH s'est établi à 2,1 % en rythme annuel en 2004, niveau identique à celui de l'année précédente.

Dans un environnement marqué par de faibles tensions d'origine interne sur les prix et des perspectives favorables pour la stabilité des prix à moyen terme, le Conseil des gouverneurs de la BCE a laissé inchangés les taux directeurs tout au long de l'année 2004, à des niveaux historiquement bas. Le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de la BCE est demeuré à 2 %, tandis que les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal étaient maintenus à 1 % et 3 %, respectivement (cf. graphique 1).

Si l'on examine de façon plus détaillée les décisions de politique monétaire, les données relatives aux premiers mois de 2004 ont confirmé la poursuite de la reprise économique amorcée au second semestre 2003. Sur le plan externe, les exportations ont affiché une forte

Graphique I Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Taux de la facilité de prêt marginal
- Taux de la facilité de dépôt
- - - Taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement
- Euribor 3 mois



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.

croissance, soutenue par le dynamisme de l'économie mondiale. En outre, les conditions de financement très favorables au sein de la zone euro et l'amélioration des perspectives de bénéfices des entreprises, sous l'effet d'ajustements des bilans, ont été un facteur favorable à l'investissement. S'agissant de la consommation privée, une reprise progressive était attendue, en raison de la hausse anticipée du revenu réel disponible et d'une amélioration graduelle de la situation sur le marché du travail. En ce qui concerne les prix, l'IPCH est revenu à un niveau inférieur à 2 % début 2004, dans une large mesure sous l'effet d'un affaiblissement des tensions inflationnistes lié à l'appréciation de l'euro au cours des derniers mois de 2003 et d'effets de base provenant des fortes hausses des prix de l'énergie intervenues début 2003.

Au premier trimestre 2004, la croissance annuelle de M3 s'est inscrite dans le prolongement de la tendance au ralentissement qui s'était dessinée à l'été 2003. Cette évolution résulte principalement du dénouement des réaménagements de portefeuille antérieurs, les investisseurs ayant progressivement arbitré en faveur d'actifs financiers à long terme plus risqués, non inclus dans M3, après une période marquée par une préférence exceptionnelle pour la liquidité consécutive au renforcement de l'incertitude économique et financière observée entre 2001 et mi-2003. En dépit de la normalisation de la croissance de M3, la liquidité dans la zone euro est restée nettement supérieure au niveau nécessaire au financement d'une croissance non inflationniste. Bien que cette évolution ait nécessité un suivi attentif des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a estimé, dans l'ensemble, que les perspectives de stabilité des prix étaient favorables au premier trimestre 2004.

Au deuxième trimestre 2004, les évolutions économiques ont laissé envisager deux possibilités de scénarios opposés. D'une part, les données disponibles ont témoigné de la persistance d'une croissance robuste de

l'économie mondiale et de perspectives très positives pour les exportations de la zone euro. D'autre part, les cours du pétrole ont commencé à augmenter fortement après mars 2004, faisant peser des risques à la baisse croissants sur la reprise en cours. Dans l'ensemble, au fil du deuxième trimestre, le premier scénario s'est imposé et les indicateurs économiques ont confirmé de plus en plus l'accélération de la reprise. De fait, à la fin du deuxième trimestre, les données publiées ont indiqué que la reprise économique observée dans la zone euro au premier semestre 2004 avait été plus prononcée que prévu, venant conforter l'optimisme quant aux perspectives de croissance de l'activité. Le PIB en volume a progressé, en moyenne, de 0,6 % en glissement trimestriel au premier semestre de l'année, soit le taux le plus élevé enregistré dans la zone euro depuis le premier semestre 2000. Le dynamisme de la reprise a principalement reflété la vigueur des exportations et, après une longue période de stagnation, un début de redressement de la consommation privée. Dans ce contexte, les projections publiées en juin 2004 par les experts de l'Eurosystème ont tablé sur une croissance moyenne du PIB en volume de la zone euro s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,4 % et 2 % en 2004, avant de s'accentuer pour s'établir entre 1,7 % et 2,7 % en 2005. Les prévisions d'organisations internationales et privées ont fait ressortir un scénario similaire de renforcement de la reprise économique au second semestre 2004.

La hausse des cours du pétrole a également exercé des tensions considérables à court terme sur les prix à la consommation et eu une incidence sensible sur l'inflation. L'IPCH annuel a de nouveau augmenté au deuxième trimestre 2004, sous l'effet des relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte. Toutefois, dans son évaluation concernant la tendance des prix à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a estimé que les tensions inflationnistes resteraient probablement limitées, en raison notamment de l'atonie du marché du travail et des anticipations de hausses modérées des salaires au vu de la lenteur

de l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et de la nature progressive de la reprise économique. Ces perspectives ont corroboré les projections publiées par les services de l'Eurosystème en juin 2004, qui tablaient sur une hausse annuelle moyenne de l'IPCH se situant entre 1,9 % et 2,3 % en 2004 et entre 1,1 % et 2,3 % en 2005, et ont été largement en phase avec les prévisions de divers organismes tant internationaux que privés. Toutefois, certains risques à la hausse pesant sur ces projections ont été identifiés, liés aux évolutions des cours du pétrole, à l'incertitude entourant les modifications de la fiscalité indirecte et des prix administrés et à de possibles effets de second tour s'exerçant via le processus de fixation des salaires et des prix. En outre, les anticipations d'inflation à moyen et long termes ont légèrement augmenté au cours de cette période sur les marchés de capitaux.

Le rythme annuel de croissance de M3 a, dans l'ensemble, continué de s'inscrire sur une tendance à la baisse au deuxième trimestre 2004, reflétant une poursuite de la normalisation des choix de portefeuille des agents détenteurs de monnaie. Néanmoins, ce processus de normalisation s'est opéré avec une certaine lenteur et la croissance de M3 est demeurée relativement élevée, notamment sous l'incidence expansive du bas niveau des taux d'intérêt sur la demande d'actifs liquides. De ce fait, le Conseil des gouverneurs est demeuré préoccupé par la persistance d'un excès de liquidité important dans la zone euro, susceptible d'entraîner des tensions inflationnistes à moyen terme en période d'accélération de l'activité économique.

Si le principal scénario d'une reprise en cours n'a pas fondamentalement changé au second semestre 2004, il est apparu de plus en plus clairement que le redressement de l'activité dans la zone euro se produirait à un rythme légèrement plus modéré que prévu. Cette évolution s'est expliquée notamment par un ralentissement temporaire de la croissance économique mondiale, une nouvelle

augmentation importante des cours du pétrole au troisième trimestre et une appréciation significative de l'euro au quatrième trimestre. Au cours du second semestre, en effet, des données ont confirmé que l'incidence du renchérissement du pétrole avait continué de se faire sentir, freinant la croissance de la demande tant dans la zone euro que dans le reste du monde. La croissance du PIB en volume dans la zone euro a été limitée à 0,2 % en glissement trimestriel aux troisième et quatrième trimestres 2004. Les projections des experts de l'Eurosystème publiées en décembre 2004 ont tablé sur une croissance du PIB en volume comprise entre 1,4 % et 2,4 % en 2005 et entre 1,7 % et 2,7 % en 2006. En outre, le Conseil des gouverneurs a souligné l'existence de risques à la baisse pesant sur ces projections, liés à l'éventualité d'évolutions défavorables sur le marché pétrolier.

S'agissant des évolutions de prix, l'IPCH a continué de s'inscrire légèrement au dessus de 2 % en rythme annuel au second semestre 2004, principalement sous l'incidence de la hausse des cours du pétrole. Toutefois, aucune indication d'un renforcement des tensions inflationnistes d'ordre interne n'a été observée. En effet, les hausses de salaires étaient demeurées limitées depuis le dernier trimestre 2003 et cette tendance paraissait appelée à se poursuivre, compte tenu de la persistance d'une croissance modérée et de la morosité du marché du travail. Dans ce contexte, les projections des services de l'Eurosystème publiées en décembre 2004 ont tablé sur une hausse annuelle de l'IPCH se situant entre 1,5 % et 2,5 % du PIB en 2005 et entre 1,0 % et 2,2 % en 2006. Toutefois, les risques pesant sur ces projections sont demeurés orientés à la hausse. Ils ont été principalement liés aux évolutions des cours du pétrole, aux incertitudes relatives à de nouveaux alourdissements de la fiscalité indirecte et des prix administrés et aux effets de second tour susceptibles de découler du processus de fixation des salaires et des prix.

Ces risques ont également été de plus en plus corroborés par l'analyse monétaire de la BCE.

Au second semestre 2004, l'incidence haussière exercée par le bas niveau persistant des taux d'intérêt sur la croissance de M3, particulièrement en ce qui concerne ses composantes les plus liquides, l'a emporté sur l'effet baissier progressif provenant de la normalisation des choix de portefeuille. La faiblesse des taux d'intérêt a également alimenté la demande de crédits du secteur privé. En particulier, la demande de prêts au logement, déjà soutenue, a augmenté, contribuant à la forte dynamique des prix de l'immobilier résidentiel dans plusieurs pays de la zone euro. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a considéré que la persistance d'un excès important de liquidité et la vigueur de la croissance du crédit constituaient non seulement des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, mais également une source possible d'augmentation non soutenable des prix des actifs, particulièrement sur les marchés de l'immobilier. Cette situation n'a pas fondamentalement évolué début 2005. La forte croissance monétaire observée depuis mi-2004 s'est poursuivie et la liquidité dans la zone euro est restée nettement supérieure au volume nécessaire au financement d'une croissance non inflationniste.

Dans l'ensemble, au second semestre 2004 et début 2005, le Conseil des gouverneurs a exprimé son inquiétude croissante quant aux évolutions à court terme de l'inflation. Parallèlement, il a noté que rien n'indiquait un renforcement des tensions inflationnistes d'origine interne. Dans ce contexte, les taux directeurs de la BCE ont été maintenus à un niveau inchangé sur l'ensemble de la période. Toutefois, le Conseil des gouverneurs a souligné qu'au regard d'un certain nombre de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, la vigilance restait de mise.

2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES, FINANCIÈRES ET ÉCONOMIQUES

2.1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

L'ÉCONOMIE MONDIALE A ENREGISTRÉ SA PLUS FORTE CROISSANCE EN PLUS DE DEUX DÉCENNIES

En 2004, l'économie mondiale a progressé à son rythme le plus rapide depuis 1976, la croissance ayant été répartie de façon relativement uniforme entre les différentes régions (cf. graphique 2). La croissance en Asie a été particulièrement robuste, l'économie chinoise montrant des signes de surchauffe. La vigueur de la croissance mondiale a été soutenue par des conditions de financement favorables et des politiques macroéconomiques stimulantes dans plusieurs pays. Elle s'est accompagnée d'une forte expansion du commerce international, qui a atteint son niveau le plus élevé depuis 2000.

Le dynamisme de l'économie mondiale a été particulièrement vigoureux au cours des premiers mois de l'année, avant de s'infléchir dans la plupart des pays. Ce ralentissement s'explique en partie par une normalisation après l'importante accélération observée durant les trimestres précédents et par le début d'un retrait progressif des incitants fournis par les politiques macroéconomiques. La hausse sensible des prix pétroliers, qui ont atteint un sommet en octobre 2004, a également été un frein. L'affermissement des prix du pétrole a contribué à une progression, modérée, des taux d'inflation dans de nombreux pays, essentiellement en raison des évolutions des composantes de prix liées à l'énergie. Les tendances de l'inflation sous-jacente sont toutefois demeurées relativement stables, ce qui suggère que les effets de second tour ont été assez bien contenus (cf. graphique 2).

La croissance soutenue prolongée aux États-Unis (comparativement à certains de leurs partenaires commerciaux) a contribué à une nouvelle aggravation du déficit courant américain. Cette évolution, conjuguée aux incertitudes entourant les perspectives en matière de politique budgétaire outre-Atlantique, a attisé les inquiétudes des marchés

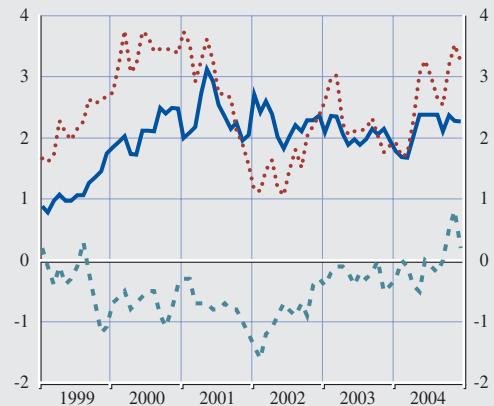
Graphique 2 Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées

Zone euro
États-Unis
Japon

Croissance de la production¹⁾
(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Taux d'inflation
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Données nationales, BRI, Eurostat et calculs de la BCE

1) Les données relatives à la zone euro sont celles d'Eurostat ; pour les États-Unis et le Japon, les données nationales sont utilisées. Pour l'ensemble des pays, les chiffres concernant le PIB sont corrigés des variations saisonnières.

quant à la soutenabilité des déséquilibres au niveau mondial. Reflétant en partie ces préoccupations, le dollar américain s'est déprécié de façon relativement uniforme au cours des derniers mois de l'année.

Aux États-Unis, la croissance de l'activité s'est poursuivie à un rythme généralement soutenu en 2004, le PIB en volume progressant de 4,4 % sur l'ensemble de l'année (selon des estimations

provisoires). Cette expansion s'est également étendue au marché du travail, dont l'amélioration était attendue de longue date. La progression du PIB en volume a été favorisée par la vigueur persistante de la consommation des ménages et des investissements des entreprises (particulièrement en équipements et en logiciels), alors que la contribution nette des échanges extérieurs a été négative.

La hausse de la consommation privée est demeurée soutenue pendant la majeure partie de l'année, sous l'effet persistant de politiques macroéconomiques accommodantes, d'une forte augmentation du prix des logements ainsi que d'une amélioration substantielle de l'emploi salarié. Même si l'emploi a recommencé à s'affermir après plusieurs années d'atonie, les tensions sur les salaires sont restées généralement contenues, essentiellement en raison de l'existence de réserves de main-d'œuvre. La faible croissance des coûts salariaux, conjuguée au niveau élevé des prix pétroliers, a contribué à contenir la progression sous-jacente du revenu disponible réel au deuxième semestre 2004. En l'absence d'une stimulation ponctuelle des revenus résultant d'un versement de dividendes exceptionnel en décembre, le taux d'épargne aurait été encore davantage poussé à la baisse. Parallèlement, l'endettement des ménages a atteint un niveau record en pourcentage du revenu disponible en 2004.

Les investissements productifs ont vivement progressé en 2004, sous l'effet de l'augmentation des investissements en équipements et en logiciels, dans un contexte marqué par des conditions de financement favorables, des incitations fiscales temporaires et le faible niveau des stocks, qui s'est accompagné d'une demande robuste. Même si la hausse des prix pétroliers a contribué à celle du coût des matières premières, la rentabilité des entreprises est demeurée élevée. Reflétant, en partie, l'amélioration observée sur le marché du travail, la croissance de la productivité s'est ralentie en 2004, tout en restant relativement forte pour l'année dans son ensemble.

Les déséquilibres externes des États-Unis ont continué de se dégrader en 2004, le déficit commercial et le déficit du compte de transactions courantes outre-Atlantique passant à des niveaux historiquement élevés en pourcentage du PIB. En termes réels, la croissance des importations a continué à être supérieure à celle des exportations, malgré la baisse cumulée du dollar américain depuis début 2002, car la demande intérieure soutenue aux États-Unis a sensiblement dépassé celle des principaux partenaires commerciaux. Le déséquilibre interne qui en a résulté entre épargne et investissements s'explique par la poursuite de la désépargne du secteur public et un taux d'épargne des particuliers historiquement faible.

Le rythme de hausse des prix à la consommation s'est accéléré en 2004, essentiellement en réaction à l'accroissement des prix de l'énergie, la progression annuelle de l'indice des prix à la consommation s'étabissant à 3,3 % à la fin de l'année. L'inflation hors alimentation et énergie a également inversé sa tendance à la baisse des dernières années, pour s'élever à 2,2 %. Les tensions sur les prix sont toutefois demeurées relativement modérées, en raison d'une résorption progressive du sous-emploi sur le marché du travail, de la persistance d'une forte croissance de la productivité et d'une répercussion limitée seulement de la baisse du dollar américain sur les prix à la consommation. En conséquence, les mesures des prévisions d'inflation à plus long terme fondées sur des enquêtes ou extraites des marchés sont restées modérées, en dépit d'une légère hausse de ces dernières.

Après une période de taux d'intérêt exceptionnellement bas, le Comité fédéral de l'open market (CFOM) du Système fédéral de réserve a procédé à un relèvement de 125 points de base du taux cible des fonds fédéraux en 2004, sous la forme de cinq relèvements consécutifs de 25 points de base à partir de juin 2004, qui ont amené le taux cible des fonds fédéraux à 2,25 % à la fin de l'année (2,5 % début février 2005). Alors qu'il faisait

remarquer que la politique accommodante pouvait être abandonnée à un rythme qui serait vraisemblablement mesuré, le CFOM soulignait qu'il réagirait aux modifications des perspectives économiques de la manière et au moment appropriés, de façon à remplir son obligation de maintien de la stabilité des prix. S'agissant de la politique budgétaire, le déficit du gouvernement fédéral s'est aggravé, atteignant 3,6 % du PIB durant l'année budgétaire 2004, nonobstant la reprise de l'activité économique.

Au Japon, la reprise économique s'est essoufflée dans le courant de 2004. Après une forte expansion au premier trimestre, l'activité économique a considérablement ralenti durant le reste de l'année. Ce ralentissement s'explique notamment par la réduction des dépenses publiques et un affaiblissement de la demande intérieure privée, ainsi que par une modération du dynamisme des exportations. Néanmoins, en raison d'effets de base et de la forte expansion au premier trimestre, la croissance annuelle du PIB en volume a atteint, en 2004, son niveau le plus élevé depuis 1996 (2,6 %). Des améliorations progressives ont été observées sur le marché du travail. Parallèlement, la restructuration des bilans des entreprises et les efforts de réduction des coûts ont favorisé une forte reprise de la croissance des bénéfices de celles-ci, alors que le secteur bancaire a réduit le niveau de son encours de créances douteuses.

La crainte de la déflation s'est quelque peu apaisée au cours de l'année, mais n'a pas totalement disparu. Les prix à la production industrielle ont augmenté, essentiellement en raison de la hausse des cours des matières premières, alors que les prix des produits finis ont continué à baisser modérément. Le rythme annuel de hausse des prix à la consommation pour l'ensemble de l'année s'est établi à 0 %, contre -0,3 % en 2003. En octobre, des indications d'une atténuation des pressions déflationnistes ont conduit certains membres du Conseil de la politique monétaire de la Banque du Japon à annoncer une légère hausse de l'indice des prix à la consommation hors

produits frais au cours de l'année budgétaire 2005. Cependant, les pressions déflationnistes ont resurgi vers fin 2004, sous l'effet du recul des prix des services collectifs libéralisés. La Banque du Japon a élargi sa fourchette pour l'objectif des soldes des comptes courants ouverts sur ses livres à 30 000-35 000 milliards de yens en janvier 2004. L'orientation de la politique monétaire est restée inchangée pendant le reste de l'année.

Après plusieurs années d'essor considérable, les économies d'Asie hors Japon ont enregistré une nouvelle année de croissance très vigoureuse en 2004, bénéficiant particulièrement de la forte demande extérieure, de la reprise de la demande intérieure et de la dynamique des investissements en Chine. L'intégration régionale s'est renforcée en Asie, comme le montre la progression rapide des échanges intra-régionaux et des flux d'investissement. Toutefois, le rythme de croissance a ralenti vers fin 2004, dans un contexte marqué par le fléchissement de la demande extérieure et le niveau élevé des prix pétroliers. Au niveau des pays, l'économie chinoise a poursuivi sa croissance soutenue, en montrant certains signes de surchauffe au premier semestre de l'année. Des mesures de politique économique ont ralenti le rythme des investissements dans la seconde moitié de l'année, mais n'ont pas pesé sur l'activité économique globale. Sur l'ensemble de l'année, le PIB chinois a progressé de 9,5 %.

En Amérique latine, la situation économique s'est considérablement améliorée, grâce à la fois aux exportations et à la demande intérieure. La croissance s'est accélérée au Brésil et au Mexique dans le courant de l'année, essentiellement grâce à la vigueur des exportations et au raffermissement de l'investissement. En Argentine, la reprise de l'activité économique est demeurée soutenue, bien qu'elle se soit quelque peu ralentie durant l'année.

FORTES HAUSSES DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES EN 2004

Les prix du pétrole ont progressé pendant la majeure partie de l'année, dans un contexte de grande volatilité. Le cours du pétrole brut de type *Brent* a atteint un niveau record, à 51 dollars, fin octobre, contre 30 dollars au début de l'année (cf. graphique 3). Sur l'ensemble de 2004, le cours moyen du *Brent* a atteint 38 dollars, en hausse de 33 % par rapport à la moyenne observée en 2003. Exprimée en euros, la progression a été de 20 % durant la même période. Cette augmentation des prix du pétrole en 2004 est essentiellement imputable à la vigueur de la demande mondiale, à des inquiétudes entourant la sécurité des approvisionnements et à une inadéquation entre l'offre et la demande pour différentes qualités de pétrole.

La demande de pétrole, qui a fortement augmenté, particulièrement en Asie et en Amérique du Nord, a continué à dépasser les attentes tout au long de l'année 2004, dans le contexte de la forte croissance économique mondiale. Selon l'Agence internationale de l'énergie, la demande mondiale de pétrole a progressé de 3,4 % en 2004, soit le rythme le plus élevé en presque trois décennies.

S'agissant de l'offre, les opérateurs de marché s'attendaient, au début 2004 – en réaction aux déclarations de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) – à des réductions imminentes de la production de l'OPEP, mais elles ne se sont pas concrétisées. Au contraire, les pays producteurs, de l'OPEP comme hors OPEP, ont sensiblement accru la production de pétrole brut en 2004. Vu l'accroissement de l'offre mondiale de pétrole, la capacité de production et de raffinage disponible s'est considérablement réduite, ne laissant ainsi qu'une marge très limitée en cas de perturbations inattendues sur le marché pétrolier. Dès lors, les prix pétroliers sont devenus, en 2004, très sensibles aux modifications imprévues de l'équilibre entre l'offre et la demande, à l'opinion du marché quant à la sécurité des approvisionnements en

Graphique 3 Principales évolutions sur les marchés de matières premières



Sources : Bloomberg et HWWA

pétrole brut et aux inquiétudes entourant le niveau approprié des réserves pétrolières. Par ailleurs, la hausse rapide de la demande de produits pétroliers raffinés et l'augmentation des approvisionnements de pétrole brut ont occasionné des inadéquations sur le marché pour différentes qualités de brut, qui se sont soldées par un niveau record des primes offertes pour les pétroles bruts de qualité supérieure tels que le *Brent*.

Les prix des matières premières non énergétiques, qui étaient en vive progression depuis le deuxième semestre 2003, ont atteint un sommet au premier semestre 2004 (cf. graphique 3), à la suite de la forte reprise économique mondiale. Dans l'ensemble, les prix des matières premières non énergétiques se sont légèrement tassés au deuxième semestre 2004, lorsque les prix des produits alimentaires et des matières premières agricoles sont revenus des sommets atteints plus tôt dans l'année. Les prix des métaux ont, quant à eux, continué à progresser. Exprimés en dollars, les prix des matières premières non énergétiques ont globalement, en moyenne, été supérieurs de 22 % en 2004 à ceux observés un an plus tôt.

2.2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

LA CROISSANCE DE M3 A ÉTÉ INFLUENCÉE PAR DEUX FORCES OPPOSÉES

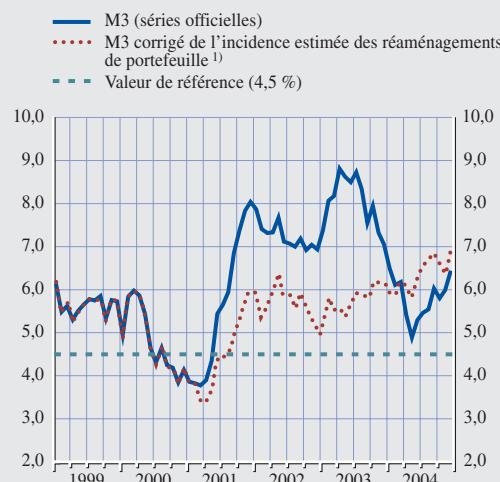
Compte tenu de l'orientation de la politique monétaire et des évolutions du marché des capitaux, la dynamique monétaire a été influencée par deux forces opposées en 2004: d'une part, le bas niveau des taux d'intérêt et, de l'autre, le retour à la normale des choix de portefeuille des résidents de la zone euro après leur nette préférence pour la liquidité entre 2001 et mi-2003. Au premier semestre 2004, l'effet modérateur exercé sur la croissance de M3 par la normalisation des comportements d'allocation de portefeuille a été prédominant et le ralentissement du taux de croissance annuel de M3, qui avait commencé au cours de l'été 2003, s'est poursuivi, ce taux revenant à 5,3 % en juin 2004. Le taux de croissance annuel de M3 s'est de nouveau renforcé au second semestre 2004, s'établissant à 6,4 % à la fin de l'année, tandis que l'effet stimulant

résultant du niveau peu élevé des taux d'intérêt et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie passaient au premier plan, renforcés par une nouvelle baisse des taux d'intérêt à long terme. En même temps, la dynamique monétaire, en 2004, a aussi reflété le fait que la croissance de la production a été plus forte que l'année précédente.

La normalisation des allocations de portefeuille observée en 2004 ne s'est opérée que lentement. Bien que l'incertitude exceptionnelle qui avait marqué l'environnement économique et financier les années précédentes ait diminué, l'aversion au risque, entre autres des ménages de la zone euro, est restée prononcée après une période prolongée de moins-values enregistrées sur les marchés boursiers entre 2000 et mi-2003. Ceci peut expliquer la préférence des investisseurs pour la liquidité, qui a été supérieur à ce qui serait considéré comme normal à ce stade du cycle économique. En outre, l'effet stimulant des taux d'intérêt bas sur la détention de monnaie peut être

Graphique 4 M3 et M3 corrigé de l'incidence estimée des réaménagements de portefeuille

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



Source : BCE
 1) Les estimations de l'ampleur des réaménagements de portefeuille au profit de M3 sont calculées selon l'approche présentée dans la section 4 de l'article intitulé *L'analyse monétaire en temps réel* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2004.

Graphique 5 Contributions à la croissance annuelle de M3

(en points de pourcentage ; croissance de M3 en pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

particulièrement fort lorsque les taux sont très peu élevés. Ceci pourrait être dû à l'existence de coûts de transaction associés aux arbitrages au détriment des actifs liquides et pourrait réduire davantage encore les coûts d'opportunité de la détention de tels actifs.

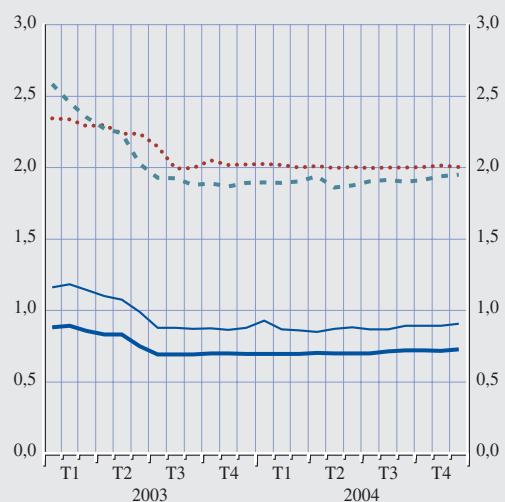
La prédominance croissante du bas niveau des taux d'intérêt dans l'orientation de la dynamique de M3 peut être illustrée au moyen d'une mesure de M3 corrigée de l'incidence estimée des arbitrages de portefeuille en faveur des composantes de M3¹ au cours de la période d'incertitude exceptionnelle sur les marchés financiers comprise entre 2001 et la mi-2003. Par construction, cette mesure n'est pas affectée non plus par la normalisation ultérieure des choix de portefeuille et devrait donc fournir des indications plus claires de l'effet des taux d'intérêt que la série officielle de données relatives à M3. Il convient de souligner que l'estimation de M3, corrigée de l'incidence des réaménagements de portefeuille, est entourée d'un degré considérable d'incertitude et doit, par conséquent, être interprétée avec prudence. Au cours des trois derniers trimestres de 2004, le taux de croissance officiel de M3 a été inférieur au taux de croissance annuel de la série corrigée de données relatives à M3, ce qui suggère que la normalisation des réaménagements de portefeuille a eu un effet de ralentissement. Cependant, le fait que tant le taux de croissance de la série officielle relative à M3 que celui de la série corrigée se soient renforcés au cours du second semestre 2004 indique peut-être que c'est l'effet stimulant associé au bas niveau des taux d'intérêt, plutôt que la normalisation des allocations de portefeuille qui a été le principal facteur à l'origine de la dynamique de M3 (cf. graphique 4).

Comme en 2003, la principale contribution à la croissance annuelle de M3, en 2004, provient des composantes les plus liquides, c'est-à-dire celles contenues dans l'agrégat monétaire étroit M1 (cf. graphique 5). Cette contribution a résulté d'augmentations substantielles de la détention de monnaie et des dépôts à vue. La

Graphique 6 Taux d'intérêt à court terme appliqués par les IFM aux dépôts

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux ; taux pondérés¹⁾)

- Dépôts à vue des ménages
- Dépôts des ménages remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois
- - - Dépôts des ménages d'une durée inférieure ou égale à 1 an
- Dépôts à vue des sociétés non financières



Source : BCE

1) Pour la période à compter de décembre 2003, les taux d'intérêt pondérés appliqués par les IFM sont calculés en utilisant les pondérations nationales élaborées à partir d'une moyenne mobile sur douze mois des volumes des contrats nouveaux. Pour la période précédente, de janvier à novembre 2003, les taux d'intérêt pondérés appliqués par les IFM sont calculés en utilisant les pondérations nationales élaborées à partir de la moyenne des volumes des contrats nouveaux en 2003. Pour plus d'informations, se reporter à l'encadré intitulé *Analyse des taux d'intérêt des IFM au niveau de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'août 2004

croissance de la monnaie en circulation a reflété la persistance de la forte demande de billets en euros tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro (cf. section 3 du chapitre 2 sur les billets et les pièces).

Le taux de croissance des dépôts à vue est resté assez élevé en 2004, entraîné par les coûts d'opportunité très bas de la détention de ces dépôts. Les taux d'intérêt moyens des dépôts à vue des ménages et des sociétés non financières sont restés globalement inchangés par rapport à

1) Pour plus de détails, cf. la section 4 de l'article intitulé *L'analyse monétaire en temps réel* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 2004

la fin 2003, à 0,73 % et 0,90 %, respectivement, à la fin 2004 (cf. graphique 6). Ceci a reflété les évolutions des taux du marché monétaire en 2004.

La contribution des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue à la croissance annuelle de M3 s'est élevée à environ 1,1 point de pourcentage en 2004, soit nettement moins qu'en 2003. Cette plus faible contribution a reflété principalement les évolutions des dépôts à court terme (dépôts assortis d'une échéance inférieure ou égale à deux ans), dont le taux de croissance annuel a été négatif, alors que les dépôts d'épargne à court terme (dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) ont progressé fortement. Les évolutions différentes de ces deux sous-composantes reflètent peut-être le fait que l'avantage de rémunération habituel des dépôts à terme inférieur ou égal à un an, par rapport

aux dépôts d'épargne, n'a pas existé en 2004 (cf. graphique 6). Dans une telle situation, les dépôts d'épargne à court terme sont relativement attrayants, étant donné qu'ils ont un degré de liquidité plus élevé.

Enfin, la contribution des instruments négociables au taux de croissance annuel de M3 est revenu de 1,2 point de pourcentage en 2003 à 0,4 point de pourcentage en 2004. Ceci a reflété, en particulier, une forte baisse du taux de croissance annuel des titres d'OPCVM monétaires. Ces actifs sont souvent détenus par des ménages et des entreprises à des fins d'épargne sûre en période d'incertitude économique et financière, et le fait que leur croissance a ralenti montre la normalisation des choix de portefeuille des résidents de la zone euro en 2004 (cf. encadré 1 intitulé *Les tendances des placements financiers des agents non financiers de la zone euro en 2004*).

Encadré I

LES TENDANCES DES PLACEMENTS FINANCIERS DES AGENTS NON FINANCIERS DE LA ZONE EURO EN 2004

Le taux de croissance annuel des placements financiers du secteur non financier au cours des trois premiers trimestres 2004 a été globalement stable (cf. tableau). Cette stabilité recouvre des évolutions quelque peu hétérogènes des diverses catégories de placements financiers. Tandis qu'une reprise du taux de croissance des placements en titres de créance à long terme et en actions cotées était enregistrée, le taux de croissance des placements en titres d'OPCVM monétaires a ralenti considérablement. En outre, alors que, en 2004, les placements en actions et en fonds liés aux actions ont progressé à un rythme plus rapide que les années précédentes, les acquisitions d'obligations et de fonds liés aux obligations se sont quelque peu ralenties. De manière générale, ces évolutions apportent une nouvelle confirmation de la normalisation progressive des choix de portefeuille des résidents de la zone euro à mesure que reprenait la propension des agents à investir dans des actifs plus risqués et à plus long terme.

Les ménages ont continué à investir une fraction importante de leur épargne financière dans des réserves d'assurance, mais à un rythme légèrement inférieur à 2003. L'engouement pour ces produits a été soutenu pendant plusieurs années. Il reflète probablement une épargne de précaution pour la retraite, dans une société vieillissante, et peut-être aussi l'inquiétude des agents concernant les régimes publics de retraite.

Les placements financiers des agents non financiers de la zone euro

	Encours en pourcentage des actifs financiers ¹⁾	Taux de croissance annuels									
		1999	2000	2001	2002	2003	2004	T1	T2	2004	2004
Placements financiers	100	5,6	6,5	4,6	3,8	4,4	4,3	4,6	4,5	.	
Numéraire et dépôts	37,8	3,0	3,3	4,6	4,9	5,5	5,3	5,3	5,6	.	
Titres autres que les actions	12,2	8,0	9,0	8,1	0,7	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.	
<i>dont</i> : à court terme	1,2	2,8	29,8	4,9	-13,8	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.	
<i>dont</i> : à long terme	11,0	4,4	6,4	8,6	2,7	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.	
Parts d'OPCVM	11,9	2,3	6,3	6,0	4,6	6,9	4,6	2,3	1,3	.	
<i>dont</i> : parts d'OPCVM autres que les titres d'OPCVM monétaires	9,2	4,7	7,1	4,1	3,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.	
<i>dont</i> : titres d'OPCVM monétaires	2,6	13,1	0,1	21,4	12,0	8,5	2,8	1,7	0,5	.	
Actions cotées	13,0	14,4	8,5	-0,9	-0,1	1,1	1,3	3,3	2,6	.	
Réserves techniques d'assurance	25,2	2,7	8,5	7,2	6,2	6,6	6,3	5,9	5,8	.	
M3 ²⁾	5,6	4,1	8,0	7,0	7,1	6,2	5,3	6,0	6,4	.	
Plus-values et moins-values annuelles enregistrées dans la détention de titres par les agents non financiers (en pourcentage du PIB)	10,7	-2,4	-9,1	-14,1	4,1	7,9	3,8	3,6	.	.	

Source : BCE

Notes : Cf. section 3.1 de la partie *Statistiques* de la zone euro du *Bulletin mensuel* de la BCE. Données annuelles en fin de période.

1) À la fin du deuxième trimestre 2004. Il se peut que l'addition des chiffres soit différente du total en raison d'arrondis.

2) En fin de période. L'agrégat monétaire M3 comprend les instruments monétaires détenus par le secteur des non-IFM de la zone euro (c'est-à-dire le secteur non financier et les institutions financières non monétaires) auprès des IFM et des administrations centrales de la zone euro.

LA CROISSANCE DES CRÉDITS DES IFM AU SECTEUR PRIVÉ A ÉTÉ MIEUX RÉPARTIE

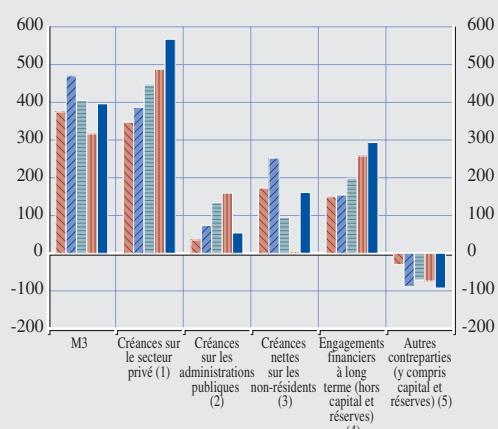
Les évolutions des contreparties de M3 ont confirmé l'influence des deux forces opposées précitées sur la dynamique monétaire. D'une part, l'accélération de la croissance des engagements financiers à plus long terme des IFM et le fléchissement de la progression des créances nettes sur les non-résidents, au premier semestre de l'année, ont reflété le retourment d'anciens arbitrages de portefeuille au profit de M3. D'autre part, l'augmentation plus rapide des prêts des IFM au secteur privé s'explique par le bas niveau des taux d'intérêt en vigueur.

Au premier semestre 2004, les sorties nettes de capitaux hors de la zone euro sont restées importantes, alors qu'une baisse des entrées a entraîné une baisse du flux annuel des créances nettes du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents (cf. graphique 7). Ces sorties de capitaux ont résulté d'acquisitions d'actifs par des résidents de la zone euro à des non-résidents de la zone euro, l'un des aspects

Graphique 7 Variations de M3 et de ses contreparties

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

- 2^e semestre 2004
- 1^{er} semestre 2004
- 2^e semestre 2003
- 1^{er} semestre 2003
- 2^e semestre 2002



Source : BCE
M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5

de la normalisation des choix de portefeuille par les résidents de la zone euro. Dans la mesure où les transactions sont réglées par l'intermédiaire des IFM de la zone euro, les créances nettes du secteur des IFM et les dépôts des résidents de la zone euro diminuent. Une expansion soutenue des engagements financiers à plus long terme des IFM (hors capital et réserves) a également été enregistrée au premier semestre 2004, ce qui était également conforme à la normalisation en cours des allocations de portefeuille, les fonds ayant été transférés d'actifs monétaires liquides vers des instruments à plus longue échéance. Ces évolutions des créances nettes sur les non-résidents et des engagements financiers à plus long terme s'inscrivent essentiellement dans le prolongement de tendances observées au second semestre 2003. Cependant, déjà au premier semestre 2004, l'effet de ralentissement de ces facteurs sur la croissance de M3 a été compensé en partie par la croissance robuste du crédit des IFM aux résidents de la zone euro, dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt bas et une amélioration des conditions économiques.

Au second semestre 2004, le raffermissement continu de la croissance des prêts des IFM au secteur privé a fait de cette contrepartie le facteur dominant de la dynamique de M3. En outre, le dynamisme des prêts des IFM au secteur privé a été plus largement réparti entre les principaux secteurs non financiers. Les pressions à la hausse sur la dynamique de M3 ont également été associées au retournement de la tendance antérieure de baisse du flux annuel de créances nettes sur les non-résidents, retournement qui a résulté d'entrées de capitaux dues à un regain d'intérêt des non-résidents de la zone euro pour les actions et obligations de la zone euro, ainsi qu'à des anticipations d'une nouvelle appréciation du taux de change de l'euro. La contribution moyenne des créances nettes sur les non-résidents à la croissance annuelle de M3 est passée de 1,1 point de pourcentage au deuxième trimestre 2004 à 2,2 points de pourcentage au quatrième trimestre. Parallèlement, la croissance des engagements financiers à plus long terme des

Graphique 8 Estimations du *money gap*¹⁾

(en pourcentage de l'encours de M3 considéré ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier ; décembre 1998 = 0)

— Money gap nominal fondé sur les séries officielles de M3
···· Money gap réel fondé sur les séries officielles de M3
- - - Money gap réel fondé sur les données de M3 corrigées de l'incidence estimée des réaménagements de portefeuille²⁾



Source : BCE

1) Le *money gap* nominal est défini comme étant la différence entre le niveau effectif de M3 et celui qui aurait résulté d'une croissance constante de cet agrégat conforme à sa valeur de référence de 4,5 % en retenant décembre 1998 comme période de référence. Le *money gap* réel correspond à la différence entre le niveau effectif de M3 déflaté par l'IPCH et celui, exprimé en termes réels, qui aurait résulté d'une croissance nominale de cet agrégat constamment équivalente à la valeur de référence et d'un IPCH correspondant à la définition de la stabilité des prix de la BCE, en retenant décembre 1998 comme période de référence.
2) Les estimations de l'ampleur des réaménagements de portefeuille au profit de M3 sont calculées selon l'approche présentée dans la section 4 de l'article intitulé *L'analyse monétaire en temps réel* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 2004.

IFM (hors capital et réserves) s'est encore renforcée, signe de la normalisation en cours des allocations de portefeuille par les résidents de la zone euro en faveur d'actifs non monétaires.

LA LIQUIDITÉ EST DEMEURÉE ABONDANTE

La vigueur de la dynamique de M3, au cours de 2004, implique une nouvelle augmentation des mesures disponibles de l'excédent de liquidité, c'est-à-dire la liquidité disponible dans la zone euro au-delà du montant nécessaire au financement d'une croissance non inflationniste (cf. graphique 8). Ces mesures sont : premièrement, le *money gap* nominal, qui est

défini comme étant la différence entre le niveau effectif de M3 et celui qui aurait résulté d'une croissance constante de cet agrégat conforme à sa valeur de référence de 4,5 % (décembre 1998 étant choisi comme période de base); deuxièmement, le *money gap* réel, qui corrige le *money gap* nominal de l'excès de liquidité qui a été absorbé par les évolutions de prix antérieures (c'est-à-dire l'écart cumulé des taux d'inflation par rapport à la définition de la stabilité des prix de la BCE); enfin, une mesure alternative du *money gap* réel, qui est établie en utilisant une estimation de M3 corrigée des réaménagements de portefeuille.

Dans l'évaluation de ces mesures de l'excédent de liquidité, le choix de décembre 1998 comme période de base est arbitraire. Les niveaux de ces mesures doivent dès lors être interprétés avec prudence. En outre, comme indiqué précédemment, l'estimation de M3 corrigée des réaménagements de portefeuille est entourée d'une marge considérable d'incertitude². Compte tenu de ces limites, toutes les estimations du *money gap* ont continué à progresser au second semestre 2004, après avoir montré des signes de stabilisation au premier semestre de l'année. L'écart important entre la mesure du *money gap* réel basé sur la série officielle de M3 et celle fondée sur les données

de M3 corrigées de l'incidence estimée des réaménagements de portefeuille indique qu'une grande partie de l'encours de l'excédent de liquidité a reflété des réaménagements de portefeuille antérieurs au profit de M3. Cependant, le graphique 8 montre également que la mesure corrigée a augmenté de manière significative depuis mi-2003, ce qui prouve que l'excédent de liquidité a de moins en moins reflété uniquement des arbitrages de portefeuille.

Ces niveaux de l'excès de liquidité sont un signal de risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. Si une part importante de cet excédent de liquidité devait être transformée en encaisses de transaction, en particulier à une période où la confiance et l'activité économique se sont renforcées, ceci pourrait contribuer à l'émergence de tensions inflationnistes (cf. encadré 2 intitulé *Quelles peuvent être les conséquences de l'excès de liquidité dans la zone euro ?*). En outre, d'abondantes liquidités et une croissance ferme du crédit pourraient devenir une source de fortes hausses des prix des actifs, en particulier sur les marchés de l'immobilier.

2 Pour plus de détails, cf. la section 4 de l'article intitulé *L'analyse monétaire en temps réel* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 2004

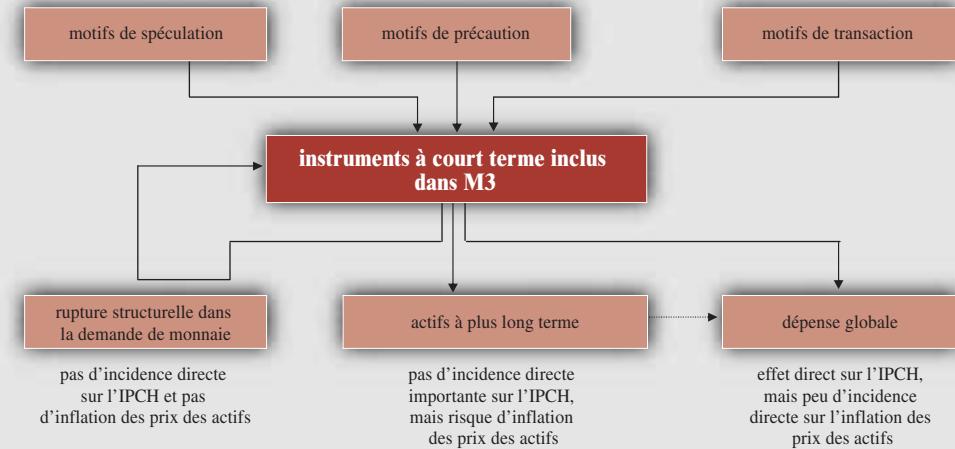
Encadré 2

QUELLES PEUVENT ÊTRE LES CONSÉQUENCES DE L'EXCÈS DE LIQUIDITÉ DANS LA ZONE EURO ?

La forte croissance de M3 depuis la mi-2001 a entraîné une augmentation soutenue des mesures de l'excédent de liquidité dans la zone euro, qui ont atteint des niveaux historiques. Ceci signifie que les liquidités ont été nettement plus abondantes dans la zone euro, en 2004, que ce qui était normalement nécessaire pour financer une croissance économique non inflationniste. Cependant, les niveaux de ces mesures doivent être interprétés avec prudence.

Dans l'évaluation des conséquences possibles de l'excès de liquidité, il convient de garder à l'esprit les facteurs qui sont à l'origine de son accumulation. Deux grands facteurs peuvent être identifiés. Premièrement, la période prolongée d'incertitude économique, financière et géopolitique, entre la mi-2001 et la mi-2003, a entraîné une préférence nettement accrue, au cours de cette période, pour les instruments sûrs et liquides inclus dans M3. Deuxièmement, le bas niveau des taux d'intérêt pour l'ensemble des échéances et, par conséquent, les faibles coûts

Présentation schématique des utilisations possibles de l'excès de liquidité



d'opportunité de la détention d'actifs liquides ont accru la demande de monnaie, en particulier au cours de la période la plus récente. Sur la base de ces facteurs, la forte demande d'instruments à court terme inclus dans M3 est peut-être le reflet d'un mélange prédominant de motifs de spéculation et de précaution plutôt que de transaction. Chacun de ces motifs peut, à son tour, impliquer différentes manières d'utiliser l'excédent de liquidité à l'avenir et, par conséquent, différents degrés de risque pour la stabilité des prix (cf. graphique).

Une possibilité d'utilisation de l'excès de liquidité consiste, pour les agents économiques, à investir leurs actifs liquides dans des actifs à plus long terme, dans des actions ou des titres de créance, ou dans l'immobilier, soit directement ou indirectement par le biais de fonds de placement. Afin d'obtenir une réduction globale de l'excédent de liquidité, il est nécessaire que le secteur des IFM résidentes de la zone euro ou bien des agents non résidents fassent office de contrepartie dans ces opérations. Cet usage de l'excédent de liquidité n'aurait pas d'incidence directe sur l'IPCH, mais la réallocation des portefeuilles peut, dans certaines circonstances, avoir un impact sur les prix des actifs qui, à leur tour, pourraient ultérieurement avoir une influence indirecte sur l'inflation par le biais d'effets de richesse.

La transformation, à un moment donné, de l'excédent de liquidité en encaisses de transaction est une deuxième possibilité. Celle-ci a le plus de chances de se concrétiser à un moment de reprise de la confiance. Dans la mesure où ces encaisses sont utilisées pour accroître la demande de biens et services intérieurs, les marges existantes de capacités inutilisées pourraient progressivement être réabsorbées. Si une forte croissance de la consommation devait se poursuivre pendant un temps suffisamment long, un resserrement des capacités de production pourrait en fin de compte entraîner des risques pour la stabilité des prix.

Enfin, il ne peut être entièrement exclu que la situation actuelle d'excès de liquidité reflète dans une certaine mesure un changement permanent du comportement des agents économiques en matière de demande de monnaie, c'est-à-dire une préférence structurellement accrue pour la liquidité et, par conséquent, une augmentation du niveau souhaité d'avoirs monétaires. Ce changement permanent pourrait être dû, par exemple, à une aversion au risque structurellement

plus élevée des ménages en ce qui concerne les placements financiers à la suite des pertes importantes qu'ils ont subies sur les marchés boursiers entre 2000 et 2003. Dans la mesure où pareil facteur joue un rôle, l'excédent de liquidité de la zone euro serait inférieur à ce qu'indiquent les mesures actuelles et n'aurait pas d'incidence inflationniste.

En réalité, la situation est probablement une combinaison de ces trois possibilités. Au stade actuel, il est difficile de déterminer si une augmentation permanente des préférences pour la liquidité a eu lieu ou non au cours des dernières années. En même temps, la persistance d'une forte préférence pour les achats immobiliers pourrait être considérée comme étant liée aux fortes hausses des prix de l'immobilier. En outre, quelques signes indiquent que les agents économiques ont réajusté leur comportement de placement en investissant davantage dans des actifs financiers à plus long terme. À l'avenir, il ne peut être exclu qu'une partie de l'excédent de liquidité soit utilisée pour des transactions nominales plus élevées, en particulier en période de plus grande confiance dans l'économie, et soit associée ensuite à une inflation plus élevée.

Dans l'ensemble, donc, même si une partie de l'excès de liquidité reflète une préférence accrue pour la liquidité de la part des ménages et des entreprises de la zone euro, les niveaux élevés atteints en 2004 continuent à préoccuper la BCE et appellent à la vigilance. Afin de saisir l'importance empirique relative des scénarios possibles pour l'utilisation de l'excès de liquidité et, ainsi, les risques pour la stabilité des prix à moyen terme, la BCE continuera à surveiller étroitement les évolutions sur tous les plans, en particulier : a) les indications de retournements de portefeuille et le risque d'apparition de bulles des prix des actifs; b) les signes d'une consommation plus forte que d'habitude et c) les manifestations de tout changement structurel de la demande de monnaie.

LES TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE SONT DEMEURÉS GLOBALEMENT STABLES

En 2004, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de ne pas modifier les taux directeurs. En conséquence, les taux d'intérêt sur le segment à très court terme de la courbe des rendements du marché monétaire sont demeurés globalement stables tout au long de l'année.

Poursuivant la tendance baissière observée depuis mi-décembre 2003 (cf. graphique 9), les taux d'intérêt du marché monétaire se sont sensiblement repliés sur les échéances les plus longues au premier trimestre 2004. Vers la fin mars 2004, alors qu'une nouvelle diminution des taux directeurs de la BCE était attendue, la pente de la courbe des rendements du marché monétaire est devenue négative. La pente de la courbe, mesurée par l'écart entre les taux Euribor à douze mois et à un mois, a atteint son point le plus bas, -7 points de base, le 26 mars 2004.

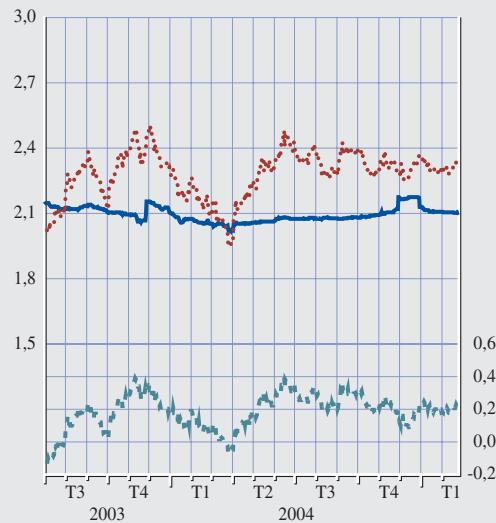
Une normalisation de la pente de la courbe des rendements a toutefois été observée entre avril et juin 2004 : les taux d'intérêt sur les échéances les plus longues ont sensiblement augmenté, tandis que les taux d'intérêt sur le segment à très court terme de la courbe des rendements sont demeurés globalement stables. Par la suite, les taux d'intérêt à plus long terme du marché monétaire sont restés globalement stables, fluctuant à l'intérieur d'une fourchette très étroite de 10 points de base environ. À la fin de l'année, les taux Euribor à un mois et à douze mois s'établissaient à respectivement 2,12 % et 2,35 %, soit des taux proches de ceux atteints à la fin de 2003.

Au cours des deux premiers mois de 2005, les taux Euribor sur les échéances à plus long terme sont restés globalement stables, les opérateurs de marché prévoyant que les taux d'intérêt à court terme resteraient stables durant la majeure partie de 2005 et la prime de risque liée à

Graphique 9 Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro et courbe des rendements du marché monétaire

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

- Euribor 1 mois (échelle de gauche)
- Euribor 12 mois (échelle de gauche)
- - - Écart entre l'Euribor 12 mois et l'Euribor 1 mois (échelle de droite)

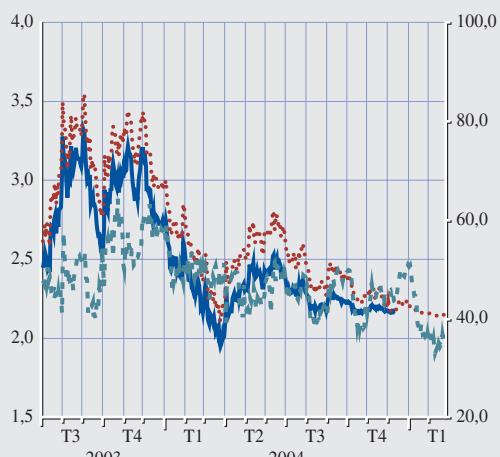


Source : Reuter

Graphique 10 Taux d'intérêt des contrats Euribor 3 mois et volatilité implicite tirée des options sur contrats Euribor 3 mois

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

- Contrats Euribor 3 mois à échéance décembre 2004 (échelle de gauche)
- Contrats Euribor 3 mois à échéance mars 2005 (échelle de gauche)
- - - Volatilité implicite des contrats d'une durée résiduelle constante de six mois (échelle de droite)



Sources : Bloomberg, Reuter et calculs de la BCE

l'échéance demeurant modérée. Le 24 février 2005, les taux Euribor à un et à douze mois se sont établis à 2,10 % et 2,34 %, respectivement.

En 2004, les variations des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire se sont largement reflétées dans l'évolution des taux implicites des contrats Euribor à trois mois. La volatilité implicite tirée des options sur contrats Euribor à trois mois a sensiblement diminué tout au long de l'année, ce qui indique que l'incertitude des opérateurs de marché quant à l'évolution attendue des taux d'intérêt à court terme était très faible (cf. graphique 10).

LES RENDEMENTS DES EMPRUNTS PUBLICS À LONG TERME ONT SENSIBLEMENT BAISSÉ EN 2004

Les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro se sont établis à des niveaux historiquement bas à fin 2004. Après avoir quelque peu fluctué au premier semestre 2004, sans toutefois varier

significativement, les taux des emprunts publics à dix ans ont affiché une tendance baissière persistante au second semestre, revenant à 3,7 % à la fin de l'année, soit un niveau sensiblement inférieur à ceux observés à fin 2003 (cf. graphique 11).

Dans l'ensemble, ces mouvements des rendements obligataires à long terme dans la zone euro ont principalement traduit la modification de l'opinion des opérateurs de marché concernant les tensions inflationnistes et les perspectives économiques de la zone euro, sentiment qui était à son tour étroitement lié aux modifications des perspectives macroéconomiques mondiales tout au long de l'année. Les anticipations des opérateurs de marché quant à l'incidence de la hausse des cours pétroliers pendant l'année ont fortement influencé la perception des tensions inflationnistes comme de l'activité économique. Ces anticipations semblent toutefois avoir varié au fil du temps, au gré des publications de

Graphique 11 Rendements des emprunts publics à long terme¹⁾

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



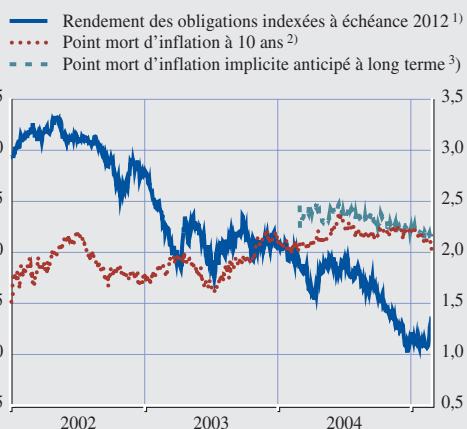
Source : Reuter, Bloomberg et Thomson Financial Datastream

1) Emprunts à dix ans ou ceux dont l'échéance s'en approche le plus.

2) À compter du 1^{er} janvier 2001, les données relatives à la Grèce sont incluses.

Graphique 12 Rendements réels de l'OAT[€] et points morts d'inflation de la zone euro

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : Reuter, Trésor français et calculs de la BCE

1) Calculé à partir de l'OAT indexée sur l'IPCH de la zone euro (hors prix du tabac) et à échéance 2012

2) Pour plus de détails sur la méthode de calcul, se reporter à l'encadré 2 du *Bulletin mensuel* de la BCE de février 2002

3) Calculé à partir des obligations indexées de la zone euro à échéance 2008 et 2014, à compter de l'émission de ces dernières.

données macroéconomiques. En effet, alors qu'au printemps les opérateurs de marché semblaient principalement préoccupés par les effets inflationnistes du vif renchérissement du pétrole, plus tard dans l'année ils se sont plutôt inquiétés de l'incidence du niveau élevé des cours du pétrole sur l'activité économique.

Au premier trimestre de l'année, les rendements obligataires à long terme se sont repliés dans la zone euro, reflétant les mouvements survenus sur le marché américain, alors que les craintes relatives à la vigueur de la reprise économique aux États-Unis s'intensifiaient. En dépit du raffermissement progressif de l'activité économique dans la zone euro, les rendements des obligations à long terme indexées de la zone euro ont également reculé au premier trimestre de l'année, dans le sillage des rendements comparables aux États-Unis, ce qui traduisait le fait que les anticipations des opérateurs de marché concernant l'activité économique mondiale future étaient dans une large mesure influencées par des inquiétudes quant à la pérennité de la reprise économique aux États-Unis.

La baisse des rendements obligataires à long terme dans la zone euro pendant les trois premiers mois de l'année s'est rapidement inversée à partir du début d'avril. La hausse des rendements obligataires à long terme qui s'en est suivie semble avoir été influencée par deux facteurs principaux. D'une part, la confiance des opérateurs de marché vis-à-vis de la reprise en cours dans la zone euro s'est renforcée, étayée par l'amélioration des perspectives de l'économie mondiale. D'autre part, les opérateurs ont été de plus en plus préoccupés par l'incidence inflationniste potentielle de la hausse des cours pétroliers dans le contexte de la reprise économique mondiale en cours. En effet, les rendements obligataires à long terme et les points morts d'inflation ont augmenté au printemps, alors que les investisseurs étaient à nouveau tiraillés par des inquiétudes inflationnistes (cf. graphique 12). Ces inquiétudes ont toutefois été beaucoup moins prononcées dans la zone euro qu'aux États-Unis, où les rendements obligataires et les points morts d'inflation sont remontés plus vivement.

Entre avril et juin 2004, les anticipations d'inflation des opérateurs de marché dans la zone euro ont le plus progressé pour des horizons temporels courts, tandis que les anticipations d'inflation à plus long terme, mesurées par les points mort d'inflation implicites anticipés ont été un peu plus stables, même si elles sont restées à des niveaux relativement élevés³. Il est probable que la hausse des points morts d'inflation de la zone euro ait dans une certaine mesure reflété l'augmentation de la prime de risque d'inflation exigée par les investisseurs en raison des incertitudes quant à l'incidence des évolutions des cours pétroliers. Des informations supplémentaires tirées d'enquêtes relatives aux anticipations d'inflation dans la zone euro, qui ne faisaient pas état d'une augmentation des estimations ponctuelles des anticipations d'inflation à long terme, étaient conformes à cette interprétation.

Les évolutions des cours pétroliers ont continué d'exercer une influence substantielle sur les rendements obligataires au second semestre de l'année sous revue. Au cours de cette période toutefois, les marchés se sont également montrés de plus en plus inquiets quant à l'incidence des cours pétroliers sur l'activité économique dans la zone euro et sur l'économie mondiale. Cela s'est traduit par le repli progressif, à partir de la mi-juin, des rendements obligataires à long terme nominaux et indexés, ce qui suggère que les marchés attendaient un certain recul du rythme de croissance économique dans la zone euro. Une nouvelle dépréciation du dollar des États-Unis vis-à-vis de l'euro, plus particulièrement au quatrième trimestre de 2004, semble également avoir contribué à la modération de la perception des perspectives de croissance à court terme de la zone euro par les opérateurs de marché. La baisse des rendements obligataires à long terme nominaux et indexés dans la zone euro a également traduit les révisions à la baisse des anticipations des marchés relatives au rythme de resserrement de la politique monétaire à court et à moyen termes.

À la suite de ces évolutions, les rendements obligataires à long terme nominaux se sont

sensiblement contractés dans la zone euro en 2004, refluant de 60 points de base environ pour revenir à 3,7 % à la fin de l'année, soit un niveau proche des plafonds historiques. Le différentiel de taux d'intérêt vis-à-vis des États-Unis est demeuré globalement stable durant la majeure partie de l'année, reflétant les modifications plus ou moins synchrones des perspectives macroéconomiques des deux régions. Un certain découplage des mouvements des rendements obligataires à long terme est toutefois survenu vers fin 2004, lorsque le différentiel de taux d'intérêt entre les rendements des emprunts publics à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro s'est quelque peu creusé, atteignant près de 60 points de base.

Les points morts d'inflation ont également légèrement diminué au second semestre 2004. À la fin de l'année, les points morts d'inflation à long terme dans la zone euro restaient néanmoins supérieurs à leurs valeurs moyennes observées depuis fin 2001, lorsque les premières obligations indexées sur l'IPCH de la zone euro hors tabac ont été émises. Le point mort d'inflation à dix ans s'établissait aux alentours de 2,2 % à la fin de l'année, ce qui représente une progression de plus de 10 points de base par rapport à décembre 2003.

L'année 2004 s'est également caractérisée par un nouveau repli de la volatilité implicite du marché obligataire – une mesure qui fait état des analyses des opérateurs de marché quant aux fourchettes au sein desquelles les rendements obligataires devraient fluctuer à moyen terme. Les mouvements ultérieurs de la volatilité observée ont en effet confirmé les anticipations des opérateurs de marché d'une moindre volatilité des marchés obligataires (cf. encadré 3 intitulé *Les tendances générales de la volatilité implicite des marchés financiers*).

³ Le graphique 12 montre que, au printemps 2004, la progression du point mort d'inflation *spot* en 2012, qui reflète, entre autres, les anticipations d'inflation moyenne entre 2004 et 2012, a été plus vive que celle du point mort d'inflation implicite anticipé à long terme, qui reflète les anticipations d'inflation moyenne entre 2008 et 2014. Ceci tend à indiquer une augmentation plus forte des anticipations d'inflation pour les échéances plus courtes.

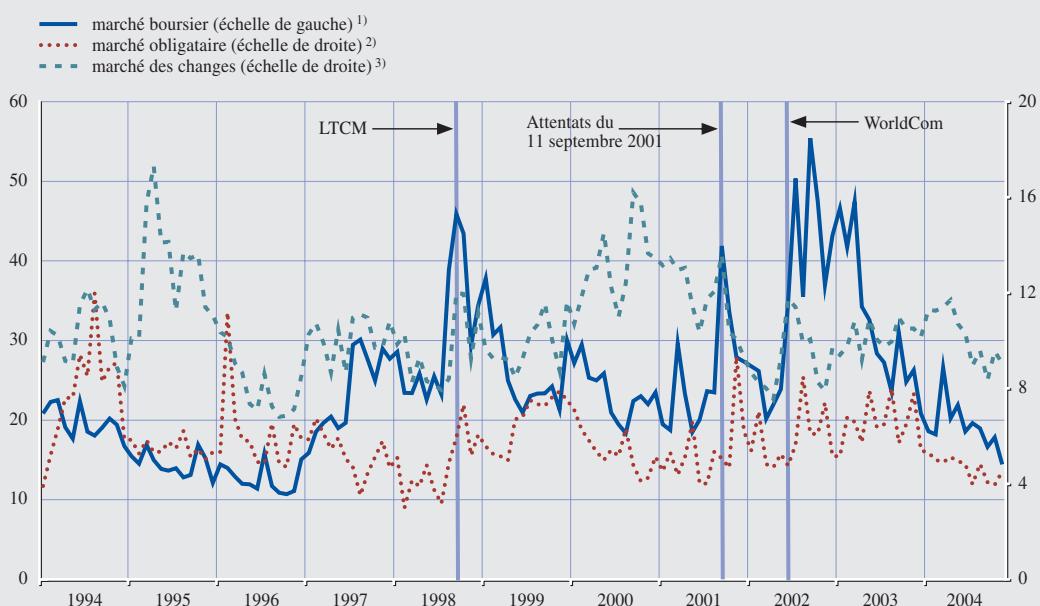
Encadré 3

LES TENDANCES GÉNÉRALES DE LA VOLATILITÉ IMPLICITE DES MARCHÉS FINANCIERS

L'année 2004 a vu un repli marqué et généralisé de la volatilité implicite dans plusieurs compartiments des marchés financiers de la zone euro et d'autres économies avancées. On interprète souvent la volatilité implicite – qui est tirée des prix des options – comme une mesure de l'incertitude des opérateurs de marché en ce qui concerne les évolutions à court terme sur différents marchés financiers. En 2004, le fait que les niveaux relativement faibles de la volatilité implicite pouvaient ne pas être pleinement justifiés a suscité quelques inquiétudes, dans la mesure où ils auraient été entraînés à la baisse par des facteurs autres que les anticipations des opérateurs de marché à propos de la volatilité observée future. L'éventualité d'une telle erreur dans la détermination de la volatilité pourrait constituer, entre autres, un risque pour la stabilité financière. Si, par exemple, les établissements financiers réagissent à la diminution de la volatilité en accroissant leur exposition au risque dans des proportions comparables, ils pourraient encourir de lourdes pertes en cas de révision à la hausse de la volatilité. D'après les données empiriques, aucune erreur de ce type n'a été constatée et le repli de la volatilité implicite sur différents marchés financiers a bien été suivi par une diminution de la volatilité observée¹. Cette diminution de la volatilité observée peut, à son tour, s'expliquer par exemple par un processus de normalisation en cours, en particulier sur les marchés boursiers mondiaux, après plusieurs années d'évolutions exceptionnellement turbulentes.

Graphique A Volatilité implicite des marchés financiers de la zone euro

(pourcentages annuels ; données mensuelles)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE

1) Indice de volatilité de l'indice allemand DAX, qui mesure la volatilité pour les 45 jours de calendrier suivants.

2) Volatilité implicite des options sur les contrats Bund d'une durée résiduelle de 22 jours ouvrés

3) Volatilité implicite des options de change EUR/USD d'une durée résiduelle de un mois environ

1 Cf. les encadrés intitulés *Évolutions récentes de la volatilité implicite des marchés boursiers* et *Évolutions récentes de la volatilité implicite des marchés obligataires* publiés respectivement dans le *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre et décembre 2004.

Le graphique A montre la volatilité implicite a) de l'indice allemand DAX, mesurée par l'indice VDAX, b) des emprunts publics à long terme, telle que tirée des options sur les contrats Bund d'une durée de 22 jours ouvrés et c) du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis, tel que tiré des options de change d'une durée d'un mois environ. Dans la mesure où toutes les options concernées sont datées du même jour et ont plus ou moins la même durée résiduelle, les séries de volatilité implicite présentées dans le graphique mesurent l'incertitude des opérateurs de marché sur les trois compartiments du marché sur un horizon à court terme similaire.

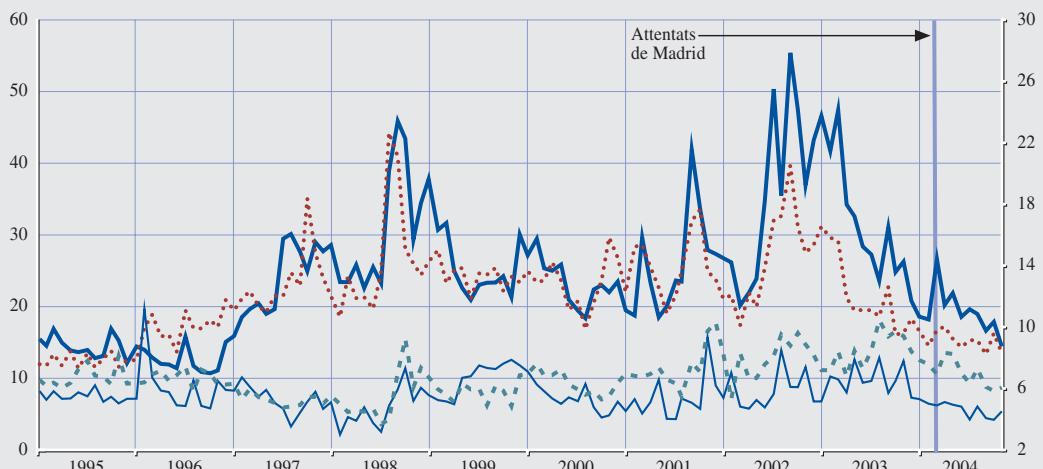
Dans le passé, il semble y avoir eu un assez faible degré de corrélation au niveau de la volatilité à court terme attendue des différents compartiments du marché, à l'exception des occasionnelles périodes de perturbations sur les différents marchés, qui étaient probablement dues à des chocs généralisés plutôt que spécifiques à l'un ou l'autre marché. Plus récemment, le recul de la volatilité observé au cours des trois premiers trimestres de 2004 a été quasiment identique sur tous les marchés. En l'absence de preuve d'une erreur de détermination de la volatilité, cela suggère que les opérateurs ont généralement et de plus en plus pris confiance dans l'accalmie à court terme des conditions de marché. Au cours des derniers mois de 2004, le vif repli de la volatilité implicite du taux de change USD/EUR s'est toutefois interrompu alors que la faiblesse du dollar des États-Unis s'est à nouveau accélérée.

Désormais, les marchés de capitaux sont fortement intégrés et on peut supposer que les rapports de volatilité internationaux sont très importants dans chaque compartiment des marchés. Le

Graphique B Volatilité implicite des marchés obligataires et boursiers de la zone euro et des États-Unis

(pourcentages annuels ; données mensuelles)

- Marché boursier de la zone euro (échelle de gauche)¹⁾
- Marché boursier américain (échelle de gauche)²⁾
- - - Marché obligataire américain (échelle de droite)³⁾
- Marché obligataire de la zone euro (échelle de droite)⁴⁾



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE

1) Indice de volatilité de l'indice allemand DAX, qui mesure la volatilité implicite pour les 45 jours de calendrier suivants.

2) Indice de volatilité de l'indice S&P 500, qui mesure la volatilité implicite pour les 30 jours de calendrier suivants.

3) Volatilité implicite des options sur les contrats à terme sur les obligations du Trésor américain d'une durée résiduelle de 22 jours ouvrés

4) Volatilité implicite des options sur les contrats Bund d'une durée résiduelle de 22 jours ouvrés

graphique B montre la volatilité implicite des marchés boursiers aux États-Unis et dans la zone euro, mesurée respectivement par les indices VIX et VDAX, ainsi que la volatilité implicite des marchés des obligations à long terme correspondants, telle que tirée respectivement des options sur les contrats à terme sur les obligations du Trésor américain et des options sur les contrats Bund.

Le graphique fait clairement apparaître un haut degré de corrélation de la volatilité implicite entre les deux catégories d'actifs aux États-Unis et dans la zone euro. De plus, les liens internationaux semblent être légèrement plus forts pour les marchés boursiers que pour les marchés des emprunts publics à long terme. Des facteurs spécifiques à chaque pays et à chaque marché peuvent toutefois jouer un rôle très important. Les attentats du 11 mars 2004 à Madrid ont par exemple eu une plus grande incidence, fût-elle temporaire, sur la volatilité attendue du marché boursier de la zone euro que sur celle du marché boursier américain. Le graphique apporte également de nouvelles preuves que le repli global de la volatilité implicite observé ces dernières années ne s'est pas limité à la zone euro.

Dans l'ensemble, les liens que l'on observe entre certaines catégories d'actifs financiers, toutes zones géographiques confondues, sont assez forts, en particulier en ce qui concerne les marchés boursiers. Alors que, dans des circonstances normales, la volatilité implicite n'a généralement pas tendance à évoluer en parallèle dans tous les compartiments du marché, la corrélation semble plus vive en période de turbulences. Le récent alignement de la volatilité implicite entre les trois catégories d'actifs est remarquable dans la mesure où il ne s'explique par aucune perturbation financière. Il renforce plutôt l'hypothèse que les opérateurs de marché anticipent généralement que les conditions régnant sur les marchés financiers seront à court terme plus calmes qu'elles ne l'étaient au début 2004.

Au début 2005, les rendements obligataires à long terme, sur les marchés mondiaux, ont d'abord continué de flétrir avant de rebondir fortement vers mi-février 2005. Dès lors, le 24 février, les rendements des emprunts publics à dix ans, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, se sont établis à des niveaux proches de ceux en vigueur à fin 2004.

LES MARCHÉS BOURSIERS DE LA ZONE EURO ONT CONTINUÉ À ENREGISTRER DE FORTES HAUSSES EN 2004

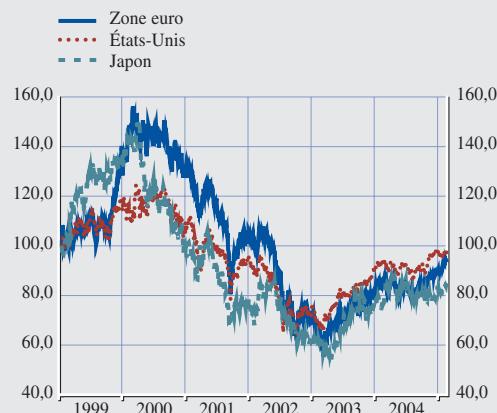
En 2004, les cours des actions de la zone euro ont poursuivi la tendance haussière observée depuis début 2003 (cf. graphique 13). L'indice Dow Jones EuroStoxx a terminé l'année sur un gain d'environ 10 % par rapport à la fin de l'année précédente, soit une hausse légèrement supérieure à celle du Standard & Poor's 500 et du Nikkei 225.

Ces hausses globales des cours boursiers dans la zone euro semblent s'expliquer par plusieurs facteurs, comme les baisses des taux d'intérêt à long terme et la croissance soutenue des bénéfices effectifs et des dividendes versés (cf. graphique 14).

Une diminution sensible de la volatilité des marchés boursiers, qui suggérait un recul de l'incertitude des opérateurs de marché quant aux perspectives du marché des actions, semble aussi avoir contribué favorablement à l'amélioration des cours de bourse observée tout au long de l'année (cf. aussi encadré 3). Des facteurs potentiellement négatifs, tels que les prévisions légèrement moins optimistes de croissance mondiale consécutives à l'affermissement des prix du pétrole et, en particulier vers fin 2004, les évolutions des taux de change, n'ont que partiellement atténué les progressions des cours boursiers.

Graphique 13 Principaux indices boursiers¹⁾

(indice : 1^{er} janvier 1999 = 100 ; données quotidiennes)

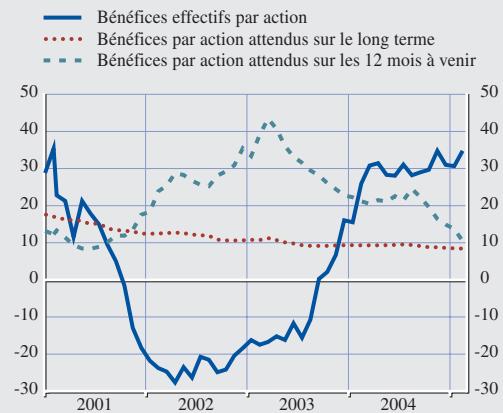


Sources : Reuter, Thomson Financial Datastream et calculs de la BCE

1) 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 de janvier 2001, les données relatives à la Grèce sont également incluses.

Graphique 14 Croissance des résultats effectifs et attendus des entreprises

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



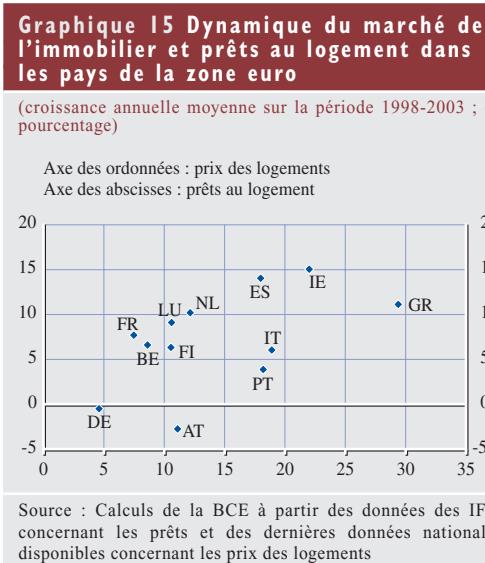
Source : Thomson Financial Datastream (à partir des estimations de bénéfices par action des analystes transmises par l'Institutional Brokers Estimate System – IBES)

S'agissant de la ventilation sectorielle, la hausse des cours des actions de la zone euro a été généralisée en 2004, un seul secteur économique (les technologies) parmi les dix de l'indice Dow Jones EuroStoxx ayant affiché à fin 2004 des cours boursiers inférieurs à ceux observés un an plus tôt. Les principales progressions ont été enregistrées dans les secteurs de la santé et des services collectifs, alors que celui des télécommunications s'est également redressé en 2004. Le secteur de l'énergie a aussi obtenu de meilleurs résultats que l'indice général, conforté par la corrélation positive de ses revenus avec les évolutions des prix du pétrole. Ce facteur a par ailleurs contribué aux bons résultats du secteur des services collectifs, les réorientations de la demande vers d'autres sources d'énergie tels que le gaz naturel étant courantes en périodes de prix pétroliers élevés. En revanche, le secteur des biens de consommation a fait moins bien que l'indice général en 2004, pour les biens et services cycliques comme pour les non cycliques. Ceci pourrait refléter les inquiétudes des investisseurs quant à la vigueur de la demande intérieure et surtout de la consommation privée dans la zone euro.

La tendance haussière des évolutions boursières internationales s'est poursuivie durant les deux premiers mois 2005. L'indice Dow Jones EuroStoxx a gagné plus de 3 % entre fin 2004 et le 24 février, tandis que le Standard & Poor's 500 et le Nikkei 225 progressaient légèrement au cours de la même période. Ces hausses de cours semblent avoir été favorisées principalement par de nouvelles améliorations importantes de la rentabilité des entreprises.

FORTE DEMANDE DE FINANCEMENT DES MÉNAGES

La demande de financement de la part des ménages a été soutenue en 2004, comme le montre le taux de croissance annuel moyen des prêts des IFM aux ménages, qui a atteint 7,8 %. La dynamique des prêts aux ménages a poursuivi en 2004 la tendance haussière observée depuis le premier trimestre 2002 et résulte principalement de la vive croissance des prêts à long terme. Sur les trois premiers trimestres 2004, le taux de croissance annuel de l'ensemble des prêts aux ménages a été supérieur à celui des prêts octroyés par les IFM, ce qui témoigne de la persistance d'un taux de progression élevé des prêts octroyés par les autres institutions financières, dans un contexte



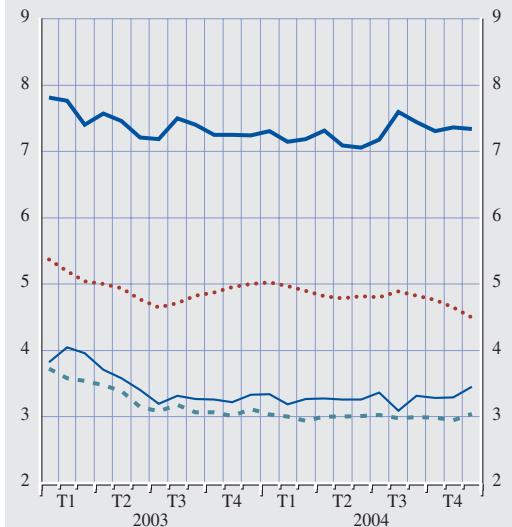
de titrisation des hypothèques sur les immeubles résidentiels dans plusieurs pays.

Les prêts à long terme des IFM aux ménages ont essentiellement été liés au crédit au logement. La dynamique vigoureuse de cette composante a été soutenue par les évolutions remarquables des prix de l'immobilier dans plusieurs pays de la zone euro et la progression des prix des logements à un rythme annuel supérieur à 7 % pour l'ensemble de la zone euro au premier semestre 2004. Les données disponibles semblent indiquer que la croissance des emprunts des ménages destinés à l'achat de logements est demeurée atone dans la plupart des pays affichant des évolutions modérées des prix de l'immobilier, alors qu'elle a été forte dans ceux où les prix de l'immobilier ont augmenté rapidement (cf. graphique 15). Dans plusieurs pays de la zone euro, les évolutions des prix de l'immobilier et des crédits au logement ont sans doute également contribué à alimenter la croissance de la consommation. Le renchérissement de l'immobilier a occasionné une hausse des besoins de financement, mais elle a probablement aussi amélioré l'accès des ménages au crédit en accroissant le montant des garanties à leur disposition. Parallèlement, la croissance soutenue des prêts au logement est sans doute elle-même à l'origine de la hausse des prix de l'immobilier.

Graphique 16 Taux d'intérêt des IFM sur les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières

(en pourcentage annuel ; taux appliqués aux contrats nouveaux ; hors découverts bancaires ; pondérés¹⁾)

- Prêts à la consommation consentis aux ménages assortis d'un taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an
- Prêts au logement consentis aux ménages dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 5 ans et inférieure ou égale à 10 ans
- - - Prêts aux sociétés non financières supérieurs à 1 million d'euros, à taux variable et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à 1 an
- Prêts aux sociétés non financières supérieurs à 1 million d'euros et dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an et inférieure ou égale à 5 ans



Source : BCE

1) Pour la période à compter de décembre 2003, les taux d'intérêt pondérés appliqués par les IFM sont calculés en utilisant les pondérations nationales élaborées à partir d'une moyenne mobile sur douze mois des volumes de contrats nouveaux. Pour la période précédente, de janvier à novembre 2003, ces taux sont calculés en utilisant les pondérations nationales élaborées à partir de la moyenne des volumes des contrats nouveaux en 2003. Pour plus d'informations, se reporter à l'encadré intitulé *Analyse des taux d'intérêt des IFM au niveau de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'août 2004.

Le faible coût du financement des prêts au logement, qui a continué à baisser en 2004 par rapport au niveau, déjà peu élevé, constaté les années précédentes, a été un facteur de soutien à la vive croissance des prêts à l'achat de logements. Cette évolution a accru l'accessibilité au logement. Les taux d'intérêt des IFM sur les nouveaux prêts au logement assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à cinq ans et inférieure à dix ans ont reculé de 52 points de base durant l'année, pour s'établir à 4,49 % en décembre 2004

(cf. graphique 16), reflétant ainsi les évolutions des taux d'intérêt comparables des emprunts publics à moyen terme. Il apparaît également que l'accès global des ménages au financement s'est amélioré en 2004. En effet, les résultats de l'enquête réalisée dans l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire laissent supposer que les critères d'octroi des prêts au logement appliqués par les banques se sont quelque assouplis au cours des trois derniers trimestres 2004.

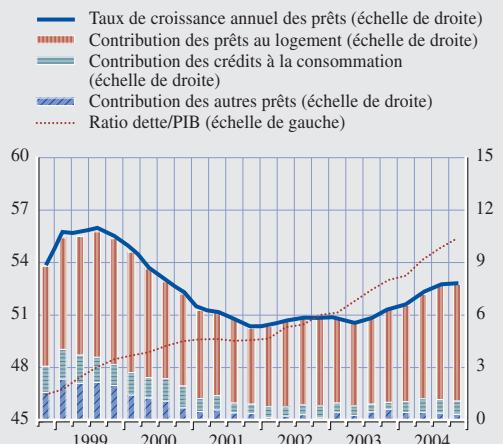
Le taux de croissance annuel du crédit à la consommation s'est également renforcé en 2004, même s'il est parti d'un niveau plus modéré et a réagi avec un certain décalage par rapport aux évolutions des prêts au logement. Ce renforcement pourrait s'expliquer par l'amélioration progressive de l'indice de confiance des consommateurs établi par la Commission européenne dans un contexte de taux d'intérêt relativement faibles sur les prêts à la consommation consentis aux ménages. Les résultats de l'enquête réalisée par l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire montrent également que l'accès à la fois au crédit à la consommation et à d'autres crédits s'est amélioré, les conditions de financement s'assouplissant dans le courant de 2004.

HAUSSE DE L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES

L'augmentation des emprunts des ménages s'est soldée par une nouvelle aggravation du niveau d'endettement des ménages rapporté au PIB (cf. graphique 17). La progression du ratio endettement/PIB s'explique en partie par l'évolution vers un environnement caractérisé par la stabilité des prix et l'abaissement des taux d'intérêt dans plusieurs pays de la zone euro après l'adoption de l'euro. En effet, le service de la dette (le ratio des paiements d'intérêts et du remboursement du capital par rapport au revenu disponible) est demeuré assez faible en raison du bas niveau des taux d'intérêt. Le ratio endettement/PIB des ménages de la zone euro est également resté peu élevé en comparaison, par exemple, du Royaume-Uni et des États-Unis. Néanmoins, cette hausse de l'endettement n'est pas dépourvue de risques, car elle a

Graphique 17 Ratio dette/PIB et croissance des prêts aux ménages

(ratio dette/PIB et taux de croissance annuel en pourcentage ; contribution au taux de croissance annuel en points de pourcentage)



Source : BCE

Note : Le ratio dette/PIB, calculé à partir des comptes financiers trimestriels, est légèrement inférieur à celui calculé à partir des comptes annuels, principalement en raison du fait que les prêts accordés par les agents non financiers et par les banques hors de la zone euro ne sont pas inclus.

amplifié l'exposition des ménages aux variations des taux d'intérêt, des revenus et des prix des actifs. Le risque d'une sensibilité accrue concerne, par exemple, les ménages qui, vu les taux d'intérêt historiquement bas en vigueur, ont financé des prêts immobiliers à taux variables assortis de faibles charges d'intérêts initiales. Les estimations de cette sensibilité font l'objet d'une très grande incertitude, étant donné, par exemple, que la part de l'endettement immobilier existant exposée aux modifications de taux d'intérêt dépend des caractéristiques des contrats de prêt immobilier. Ces caractéristiques sont liées à la structure du marché national des prêts immobiliers, à des habitudes culturelles et des facteurs historiques, ainsi qu'à des questions réglementaires et fiscales, tous ces éléments variant considérablement à travers la zone euro⁴.

4 Pour plus de détails, cf. encadré intitulé *Caractéristiques des contrats de prêt immobilier dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de novembre 2004.

FAIBLE COÛT DU FINANCEMENT EXTERNE POUR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

Les conditions de financement par endettement pour les sociétés non financières de la zone euro sont restées très favorables tout au long de l'année 2004, comme l'ont montré les taux du marché obligataire privé et les taux d'intérêt bancaires. Les entreprises ont bénéficié du faible coût du financement par endettement et de l'accès généralement aisément aux sources de financement.

S'agissant du financement sous la forme de titres, les rendements sur les obligations émises par des sociétés non financières se sont situés à un niveau historiquement bas en termes à la fois nominaux et réels (cf. graphique 18). Dans le même temps, les rendements réels des actions (qui peuvent être considérés comme un indice du coût réel du financement par émission d'actions), tout en restant à un niveau légèrement supérieur à leur moyenne enregistrée depuis la moitié des années quatre-vingt-dix, ont fléchi par rapport au sommet enregistré en 2003.

Le faible coût du financement obligataire est lié, dans une large mesure, au niveau historiquement bas des taux d'intérêt pour toutes les échéances, et reflète le sentiment des investisseurs quant aux perspectives positives en matière de risque de crédit des entreprises dans la zone euro. Les écarts entre les obligations du secteur privé et les emprunts publics, particulièrement lorsque leur notation est AA et BBB, se sont encore amenuisés en 2004, malgré les faibles niveaux déjà atteints précédemment. Le rétrécissement des écarts peut s'expliquer par des facteurs fondamentaux, comme le recul sensible de la volatilité des marchés financiers (cf. encadré 3 intitulé *Les tendances générales de la volatilité implicite des marchés financiers*) et l'amélioration de la rentabilité des entreprises. Parallèlement, dans un contexte de faibles taux d'intérêt, il ne peut être exclu que la recherche globale de rendement par les investisseurs ait continué à jouer un rôle dans le recul des rendements du secteur privé.

Graphique 18 Indicateurs des coûts de financement du recours au marché des sociétés non financières

(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch et prévisions du Consensus économique

1) Les rendements des obligations de sociétés non financières reposent sur un indice établi par Merrill Lynch ayant trait à des sociétés financières de la première catégorie (*investment grade*) et un indice portant sur des obligations à rendement élevé. Pour la période antérieure à avril 1998, seules des données nationales sont disponibles (Belgique, France, Allemagne, Italie, Pays-Bas et Espagne). Les rendements sont agrégés à l'aide de pondérations du PIB correspondant à la parité du pouvoir d'achat en 2001. Les rendements nominaux sont déflatés par les anticipations d'inflation moyenne (publiées par le Consensus économique) sur une période égale à la durée moyenne des obligations du secteur privé.

2) Le rendement réel des actions correspond au dividende annuel attendu par les opérateurs exprimé en pourcentage du cours de l'action. Les rendements nominaux sont déflatés de l'IPCH.

En ce qui concerne les coûts de financement liés aux prêts des IFM, qui constituent la principale forme de financement par endettement des sociétés non financières, les taux d'intérêt pratiqués par les IFM sont restés globalement stables en 2004 (cf. graphique 16), après les replis enregistrés en 2002 et en 2003, et ont été très bas dans l'ensemble.

Les entreprises ont probablement aussi bénéficié d'un accès plus aisément au crédit bancaire en 2004. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée dans l'Eurosystème montrent un repli progressif du durcissement net des critères d'attribution des crédits aux entreprises au cours du premier semestre 2004, évoluant vers un assouplissement net au deuxième semestre.

Parallèlement, des différences ont été observées entre les grandes entreprises et les petites et moyennes entreprises, en termes de coûts du financement (cf. encadré 4 intitulé *Les petites*

et moyennes entreprises ont-elles bénéficié de conditions de financement moins favorables que les grandes entreprises dans la zone euro en 2004 ?

Encadré 4

LES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES ONT-ELLES BÉNÉFICIÉ DE CONDITIONS DE FINANCEMENT MOINS FAVORABLES QUE LES GRANDES ENTREPRISES DANS LA ZONE EURO EN 2004 ?

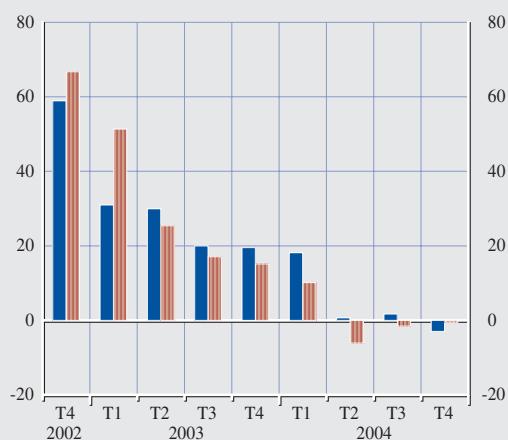
Les petites et moyennes entreprises (PME) sont sans doute généralement soumises à de plus fortes contraintes que les grandes entreprises en termes de coûts du financement et d'accès au financement externe. Contrairement aux grandes entreprises, les PME ne sont d'ordinaire pas en mesure d'obtenir un financement sur les marchés des capitaux et doivent par conséquent s'appuyer essentiellement sur le crédit bancaire ou des formes plus coûteuses de financement externe (comme les crédits commerciaux, le crédit-bail et l'affacturage, etc.). Par ailleurs, les plus petites entreprises risquent de souffrir davantage, en moyenne, de problèmes liés au manque d'informations des éventuels créanciers lorsqu'elles tentent d'obtenir un financement, car elles sont souvent plus jeunes et tenues à des obligations de déclaration moins sévères (c'est-à-dire qu'elles fournissent des déclarations comptables moins détaillées, etc.). Les PME offrent en outre généralement moins de garanties (par exemple, des immobilisations) susceptibles d'atténuer les problèmes d'informations insuffisantes, que les entreprises plus grandes et mieux établies. En conséquence, les banques risquent d'appliquer fréquemment des critères d'attribution plus sévères aux prêts aux entreprises plus petites et plus jeunes, car elles disposent habituellement de moins d'informations sur celles-ci.

D'autre part, les PME sont souvent confrontées à des coûts de financement plus élevés (par exemple en termes de taux d'intérêt bancaires) que les grandes entreprises. Les taux d'intérêt relativement plus élevés appliqués aux prêts de faible montant peuvent s'expliquer par plusieurs éléments. Des coûts fixes, qui ne sont pas proportionnels à la taille des prêts, peuvent par exemple exister. Les petites sociétés peuvent en outre être plus risquées que celles qui sont plus grandes et mieux établies (même si les effets de diversification pour les banques peuvent être encore plus substantiels en ce qui concerne les prêts aux PME). De plus, la concurrence peut faire défaut entre ceux qui prêtent aux PME. Ils peuvent ainsi être plus à même « de garder captifs » leurs petits emprunteurs, augmentant de la sorte les coûts de transition bancaire de ceux-ci. En raison de leur accès relativement restreint au financement externe et des coûts plus élevés

Graphique A Modifications des critères d'attribution de crédits ou de lignes de crédit aux sociétés non financières

(pourcentages nets)

■ PME
■ Grandes entreprises



Source : BCE

Note : Les pourcentages nets correspondent à l'écart entre la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont sensiblement durcis » et « se sont quelque peu durcis », d'une part, et la somme des pourcentages relatifs aux rubriques « se sont quelque peu assouplis » et « se sont sensiblement assouplis », d'autre part.

de celui-ci, les PME s'appuient en général davantage sur le financement interne en détenant, en moyenne, plus d'actifs liquides au bilan. Comme la détention d'actifs liquides a un coût, cela peut représenter une charge supplémentaire pour les petites entreprises¹.

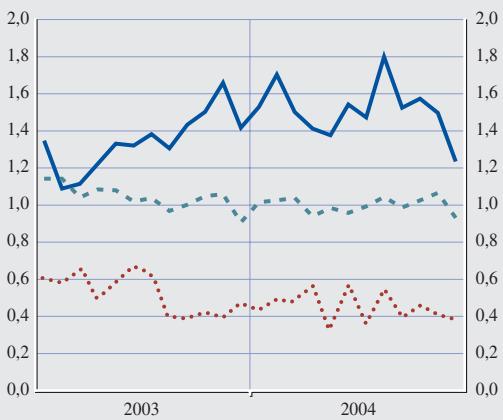
Dans ce contexte, une attention accrue a récemment été portée aux conditions de financement des PME dans la zone euro. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, qui est menée quatre fois par an par l'Eurosystème, fournit des indications qualitatives sur les conditions de financement des PME et des grandes entreprises. En particulier, cette enquête rend compte des modifications des critères d'octroi des prêts aux grandes entreprises et aux PME (cf. graphique A). Depuis le quatrième trimestre de 2002, les critères des banques en matière d'octroi de crédits aux PME et aux grandes entreprises ont suivi un profil d'évolution largement similaire, caractérisé par un repli progressif de leur durcissement net. Les critères d'attribution des crédits aux grandes entreprises ont, en moyenne, été généralement un peu moins restrictifs et se sont même assouplis (en termes nets) à partir du deuxième trimestre de 2004. Au quatrième trimestre 2004, le durcissement net des critères d'octroi des crédits aux PME a reculé de façon relativement plus sensible et s'est assoupli, pour la première fois depuis le lancement de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire.

L'introduction des nouvelles statistiques sur les taux d'intérêt des IFM (à partir de janvier 2003) permet de comparer les taux sur les prêts de différentes tailles (inférieurs et supérieurs à 1 million d'euros)². Dans l'hypothèse où les prêts supérieurs à 1 million d'euros sont plus souvent octroyés à de grandes entreprises, une comparaison des taux d'intérêt appliqués aux prêts de différentes tailles peut apporter certaines indications sur les coûts de financement des PME par rapport à ceux des grandes entreprises. Bien entendu, cette différence ne peut qu'être approximative. Entre janvier 2003 et décembre 2004, le niveau des taux d'intérêt sur les prêts de faible montant des IFM (mesurés par les taux d'intérêt des IFM sur les prêts inférieurs ou égaux à 1 million d'euros à des sociétés non financières) a été légèrement plus élevé (de 0,4 point de pourcentage à 1,8 point de pourcentage) (cf. graphique B) que le niveau des taux

Graphique B Taux d'intérêt appliqués par les IFM : écarts entre les prêts de faible montant et ceux de montant élevé consentis aux sociétés non financières^{1) 2)}

(en points de pourcentage ; nouveaux contrats)

- Dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an et inférieure ou égale à cinq ans
- Dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans
- - - Taux flottant et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an



Source : BCE

1) Pour la période à compter de décembre 2003, les taux d'intérêt pondérés appliqués par les IFM sont calculés en utilisant les pondérations nationales élaborées à partir d'une moyenne mobile sur douze mois des volumes des contrats nouveaux. Pour la période précédente, de janvier à novembre 2003, les taux d'intérêt pondérés appliqués par les IFM sont calculés en utilisant les pondérations nationales élaborées à partir de la moyenne des volumes des contrats nouveaux en 2003. Pour plus d'informations, se reporter à l'encadré intitulé *Analyse des taux d'intérêt des IFM au niveau de la zone euro* du *Bulletin mensuel* d'août 2004.

2) Les prêts de faible montant sont des prêts d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros et les prêts de montant élevé sont des prêts d'un montant supérieur à 1 million d'euros.

1 On trouvera une analyse plus détaillée du financement des PME en Europe dans *Europe's changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises*, Cahiers BEI, vol. 8, n° 2, 2003, et l'article intitulé *L'accès au financement pour les PME* de la Commission européenne, Observatoire des PME européennes, 2003, n° 2.

2 Cf. aussi l'encadré 13 intitulé *L'intégration financière du marché du crédit de la zone euro* de ce *Rapport annuel*.

d'intérêt sur les prêts plus importants des IFM (mesurés par les taux d'intérêt des IFM sur les prêts supérieurs à 1 million d'euros à des sociétés non financières). Dans l'ensemble, depuis janvier 2003, les écarts entre les prêts de faible montant et ceux de montant élevé ne se sont que légèrement modifiés. Si l'on examine plus attentivement les évolutions récentes, l'écart entre les taux d'intérêt sur les prêts de faible montant et ceux appliqués à la fois aux prêts de montant élevé dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an et inférieure ou égale à cinq ans et aux prêts de montant élevé dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à cinq ans s'est légèrement creusé (respectivement de 10 et 15 points de base) en 2004, tout en restant globalement inchangé par rapport aux taux d'intérêt sur les prêts assortis de taux variables et dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an.

Il est difficile de tirer des conclusions définitives sur la base des éléments disponibles. Alors que le coût de financement des PME est resté relativement élevé par rapport à celui des grandes entreprises, les évolutions enregistrées en 2004 ont, dans l'ensemble, été similaires pour les petites et les grandes entreprises. Parallèlement, certains éléments suggèrent que l'accès des PME au financement s'est sensiblement amélioré au cours de la période.

REOURS MODÉRÉ AU FINANCEMENT EXTERNE EN 2004

En dépit de conditions de financement qui sont restées favorables, les sociétés non financières ont peu recouru au financement externe en 2004. Le taux de croissance annuel du financement par l'emprunt a atteint 4,8 % à la fin de 2004, soit un niveau légèrement plus élevé que celui, de 4,5 %, atteint à la fin de l'année précédente. Au cours du second semestre 2004, il est légèrement remonté, principalement en raison d'une augmentation des financements sous forme de prêts (cf. graphique 19). En effet, le taux de progression annuel des prêts des IFM aux sociétés non financières est passé de 3,5 % à fin 2003 à 5,4 % à fin 2004. Dans le même temps, le taux de croissance des émissions nettes de titres de créance par des sociétés non financières a été sensiblement moins élevé en 2004 qu'en 2003, chutant de 10,5 % fin 2003 à 2,4 % fin 2004.

Le caractère globalement assez modéré des flux de financement par l'emprunt peut s'expliquer par plusieurs facteurs. En premier lieu, l'amélioration de la rentabilité des entreprises, du moins pour les principales sociétés figurant dans l'indice Dow Jones EuroStoxx (cf. graphique 14), en renforçant l'épargne interne, peut avoir incité davantage les

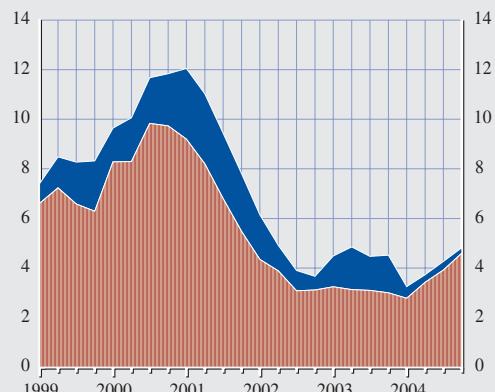
entreprises à réduire leur endettement total. Ensuite, la croissance relativement lente du financement par l'emprunt peut refléter le caractère progressif de la reprise économique. À cet égard, les sociétés semblent avoir adopté une approche prudente et attentiste en ce qui concerne le financement d'importants investissements en capital supplémentaires.

En 2004, on a par ailleurs observé un fléchissement du financement intermédiaire de

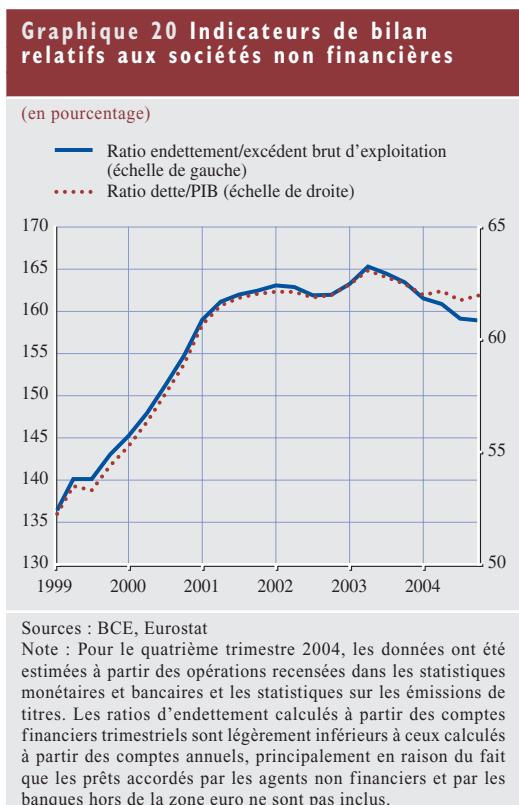
Graphique 19 Contribution au taux de croissance annuel de l'endettement des sociétés non financières

(en points de pourcentage)

— Titres de créance
— Prêts des IFM



Source : BCE



sociétés non financières par le biais de sociétés appartenant au secteur des institutions financières non monétaires. Ce secteur comprend les filiales financières de sociétés non financières, des fonds communs de créance et d'autres sociétés qui lèvent des fonds pour le compte de banques.

Le taux de croissance annuel des émissions nettes de titres de créance par des institutions financières non monétaires est tombé de 22,3 % à fin 2003 à 13,2 % à fin 2004. Toutefois, ce taux est demeuré élevé par rapport à l'activité d'émission des autres secteurs.

Le taux de croissance annuel des émissions nettes d'actions cotées par des sociétés non financières dans la zone euro a été de 0,9 % à la fin 2004, soit un niveau presque identique au niveau très bas enregistré au cours des deux dernières années. Le recours limité au financement par émission d'actions résulte à la fois de la demande relativement faible de

financement externe et du coût très peu élevé d'autres sources de financement. Le faible volume des émissions nettes d'actions cotées reflète lui aussi, dans une certaine mesure, plusieurs évolutions plus structurelles, telles que les opérations de radiation d'actions et de rachat, qui sont essentiellement effectuées par des sociétés ayant générées des liquidités suffisantes pour simultanément réinvestir dans leurs activités et racheter leurs actions.

Les conditions de financement favorables ont permis d'équilibrer quelque peu la structure de bilan des entreprises en 2004 (cf. graphique 20). Dans une perspective historique, les ratios d'endettement des entreprises se sont maintenus à un niveau assez haut. Cependant, en raison du recul généralisé des taux d'intérêt des IFM, ils ne se sont pas traduits par une progression notable des coûts du service de la dette pour les sociétés non financières au cours des dernières années.

2.3 LES ÉVOLUTIONS DE PRIX

Comme l'année précédente, la hausse de l'IPCH global dans la zone euro a atteint 2,1 % en moyenne en 2004 (cf. tableau 1). Le renchérissement du pétrole et de nouvelles augmentations de la fiscalité indirecte et des prix réglementés ont été les principaux facteurs des tensions à la hausse sur les prix. Ces hausses ont été contrebalancées par une nouvelle appréciation de l'euro, la faiblesse de la demande et le net recul du rythme annuel de progression des prix des produits alimentaires non transformés. Toutefois, en dépit de l'incidence à la hausse considérable des évolutions des cours du pétrole sur les prix à la consommation dans la zone euro, il n'y a guère eu de signes d'une intensification des tensions inflationnistes sous-jacentes dans l'économie de la zone euro. Les prix à la production ont enregistré un rythme de croissance annuel moyen de 2,3 % en 2004, contre 1,4 % en 2003, en raison, principalement, de la hausse des prix de l'énergie et des biens intermédiaires. Cependant, il n'y a eu que de rares indices de

Tableau I Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2002	2003	2004	2003 T4	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4	2004 Déc.	2005 Janv.
IPCH et composantes										
Indice global	2,3	2,1	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,3	2,4	1,9
Énergie	-0,6	3,0	4,5	1,6	-1,5	4,8	6,3	8,5	6,9	6,2
Produits alimentaires transformés	3,1	3,3	3,4	3,8	3,5	3,9	3,6	2,8	3,2	2,8
Produits alimentaires non transformés	3,1	2,1	0,6	3,6	2,2	1,5	-0,3	-0,7	0,0	-0,6
Produits manufacturés hors énergie	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Services	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4
Autres indicateurs de prix et de coûts										
Prix à la production ¹⁾	-0,1	1,4	2,3	1,0	0,2	2,0	3,1	3,8	3,5	.
Cours du pétrole (en euros par baril) ²⁾	26,5	25,1	30,5	24,5	25,0	29,3	33,3	34,5	30,0	33,6
Cours des matières premières ³⁾	-0,9	-4,5	10,8	-1,2	9,8	20,9	11,9	1,3	-0,2	-1,9

Sources : Eurostat, Thomson Financial Datastream et HWWA

1) Hors construction

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

3) Hors énergie ; en euros

répercussion importante sur les prix à un stade ultérieur de la chaîne de production. De même, la progression des salaires est restée limitée en 2004, dans un contexte caractérisé par la poursuite d'une croissance modérée et compte tenu des évolutions du marché du travail.

En janvier 2005, la hausse de l'IPCH global est revenue à 1,9 %, soit un fléchissement de 0,5 point de pourcentage par rapport à décembre 2004. Ce recul a été largement réparti entre les composantes de l'IPCH et est partiellement dû à des effets de base. Il s'explique également par des influences favorables supplémentaires provenant du ralentissement du rythme de hausse annuel des prix de l'énergie, de la diminution des prix des produits alimentaires non transformés et des baisses de prix plus marquées durant les soldes de fin de saison dans certains pays de la zone euro.

L'INDICE GLOBAL A ÉTÉ INFLUENCÉ PAR DES COMPOSANTES VOLATILES

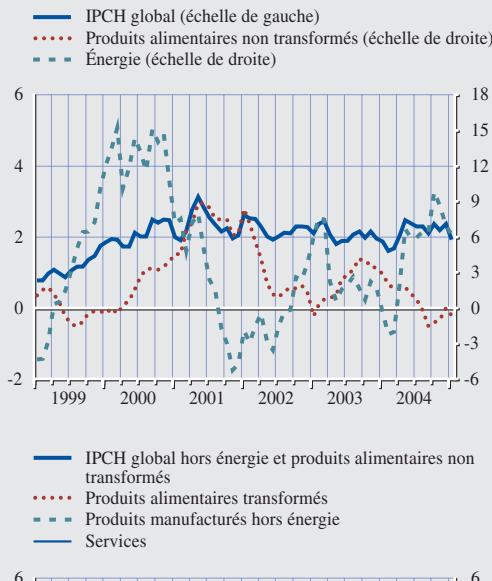
Les composantes volatiles de l'IPCH, en particulier l'énergie et, dans une moindre mesure, les produits alimentaires non transformés, expliquent en grande partie le profil d'évolution de l'inflation globale en 2004 (cf. graphique 21).

En 2004, les cours du pétrole ont atteint un niveau plus élevé que prévu. En décembre, le cours moyen en euro du baril de *Brent* a dépassé de 25 % la moyenne de décembre 2003 (cf. encadré 5 pour plus de détails sur l'incidence des prix du pétrole sur l'économie de la zone euro). Ce renchérissement a exercé d'importantes tensions directes à la hausse sur les prix à la consommation de l'énergie dans la zone euro, qui ont progressé de 4,5 % en moyenne en 2004, contre 3,0 % en 2003. Leur contribution, de 0,4 point de pourcentage en 2004, au taux d'inflation annuel moyen a été la plus élevée des quatre dernières années (cf. graphique 22).

Entraînée par d'importants effets de base dans la composante énergie de l'IPCH, l'inflation globale est revenue à environ 1,7 % en glissement annuel au cours du premier trimestre 2004. Elle a ensuite commencé à s'inscrire à la hausse, dans le sillage d'augmentations inattendues des prix de l'énergie, et a atteint un pic de 2,5 % en mai. Cette pression a largement contrebalancé l'incidence modératrice des prix des produits alimentaires non transformés, dont le taux de croissance annuel a reculé, revenant de 2,1 % en moyenne en 2003 à 0,6 % en 2004. Durant l'été et l'automne, les prix des produits alimentaires non transformés, tempérés par des

Graphique 21 Ventilation de l'IPCH : principales sous-composantes

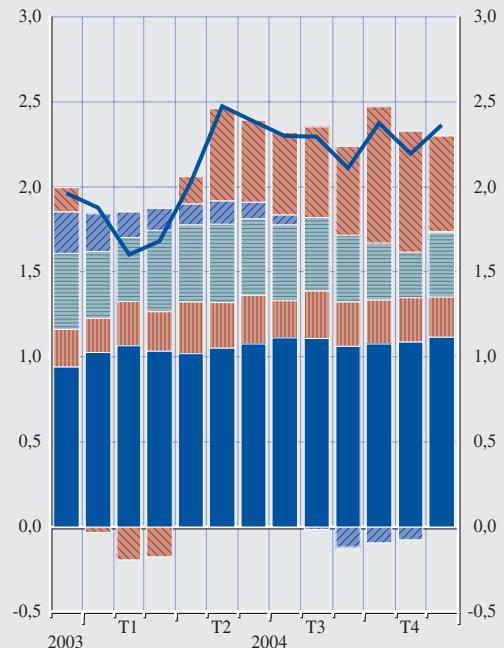
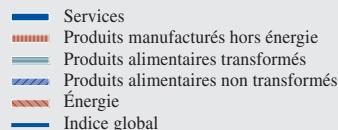
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Graphique 22 Contributions des sous-composantes à l'IPCH

(contributions annuelles en points de pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Note : En raison des écarts d'arrondis, la somme des contributions peut ne pas correspondre à l'indice global.

conditions atmosphériques favorables, ont joué un rôle modérateur sur l'évolution de l'IPCH global. Néanmoins, la hausse de l'IPCH est demeurée légèrement supérieure à 2 % jusqu'à la fin de l'année.

D'autres sources de tensions inflationnistes externes ont également été relevées en 2004. En particulier, les prix des matières premières hors pétrole ont nettement progressé durant le premier semestre de l'année, avant de ralentir. L'appréciation sensible de l'euro a toutefois partiellement compensé l'incidence inflationniste des prix du pétrole et des autres matières premières.

Les composantes moins volatiles de l'IPCH ont contribué à une certaine persistance de l'inflation globale en 2004, due essentiellement à l'évolution de la fiscalité indirecte et des prix réglementés. Comme en 2003, de nouvelles augmentations des taxes sur le tabac sont entrées en vigueur dans plusieurs pays de la zone euro, ce qui a entraîné des tensions considérables sur les prix des produits alimentaires transformés. Ainsi, les prix des produits alimentaires transformés ont progressé à un rythme moyen de 3,4 % en 2004, contre 3,3 % en 2003. La variation annuelle des prix des produits industriels hors énergie s'est chiffrée à 0,8 % en 2004, niveau inchangé par

rapport à 2003. Plusieurs majorations des prix réglementés, particulièrement ceux des produits de soins de santé et des médicaments, ont empêché un fléchissement de cette composante. De la même façon, des mesures discrétionnaires concernant les prix réglementés des soins de santé ont provoqué une hausse significative des prix des services médicaux, dentaires et hospitaliers. Ceci explique l'accélération de la

croissance globale des prix des services, qui est passée de 2,5 % en 2003 à 2,6 % en 2004. L'incidence à la hausse des prix de l'énergie sur les coûts des transports a elle aussi contribué, dans une moindre mesure toutefois, à la progression des prix des services dans leur ensemble. L'encadré 5 détaille l'incidence des évolutions des cours du pétrole sur l'économie de la zone euro.

Encadré 5

LES PRIX DU PÉTROLE ET L'ÉCONOMIE DE LA ZONE EURO

Le présent encadré décrit les évolutions des cours du pétrole en 2004 et leurs effets sur l'économie de la zone euro. Dans un premier temps, il replace le renchérissement du pétrole observé en 2004 dans une perspective historique. Ensuite, il décrit les canaux par le biais desquels les prix pétroliers influencent l'inflation et la croissance de la production dans la zone euro. Enfin, il essaie de quantifier l'incidence de la hausse des cours du pétrole, tout en insistant sur le fait que certains effets ne peuvent pas être intégrés dans les modèles.

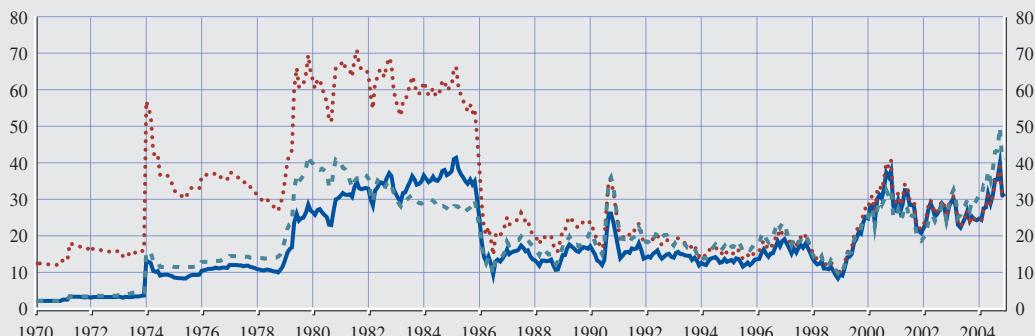
L'évolution des cours du pétrole dans une perspective à long terme

En 2004, les prix pétroliers libellés en dollars ont atteint des sommets en termes nominaux. Cependant, la hausse se différencie à plusieurs égards des chocs pétroliers précédents. Tout d'abord, la progression enregistrée en 2004 a été largement inférieure à celle observée lors d'autres chocs pétroliers majeurs (cf. tableau). En moyenne, en 2004, le cours du baril de *Brent*

Graphique A Cours du baril de *Brent*

(par baril)

- Cours nominal en euro
- Cours réel en euro
- - Cours nominal en dollar



Sources : Calculs du FMI et de la BCE.

Note : Les cours réels du pétrole permettent de comparer l'évolution des prix pétroliers sur le pouvoir d'achat au fil du temps. Ils sont calculés en déflatant les cours nominaux au moyen de l'IPCH de la zone euro, en prenant le mois de décembre 2004 comme base. Les prix antérieurs à 1990 font référence aux données nationales relatives à l'IPC.

a dépassé de 33 % le niveau de 2003. Néanmoins, en raison de l'appréciation globale de l'euro face au dollar, le cours du pétrole exprimé en euro a augmenté de 20 % en 2004. Ensuite, si on tient compte de l'inflation, c'est-à-dire en termes réels, les prix pétroliers ont été sensiblement moins élevés en 2004 qu'ils ne l'ont été au cours de périodes antérieures (cf. graphique A). Enfin, les facteurs à l'origine du renchérissement du pétrole en 2004 sont différents de ceux qui avaient déclenché les chocs pétroliers précédents. Par rapport aux hausses des cours enregistrées en 1973, 1979, 1990 et 1999, principalement dues à de sérieuses perturbations de l'approvisionnement, une conjonction de facteurs a influencé les prix du pétrole en 2004. Parmi ces facteurs, on peut mentionner une demande soutenue de pétrole qui a dépassé les attentes, des marges de capacité de production en baisse et des inquiétudes quant à la sécurité des approvisionnements en provenance de plusieurs pays producteurs.

L'incidence des évolutions des prix pétroliers sur l'inflation de la zone euro

Lorsque l'on étudie l'incidence de la hausse des cours du pétrole sur les prix de la zone euro, il est utile de distinguer les effets directs, les effets indirects et les effets de second tour¹. En premier lieu, les effets directs font référence à l'influence d'une variation des cours du pétrole sur l'IPCH global par le biais de son effet immédiat sur les prix à la consommation de l'énergie. La composante énergie représente 8 % de l'IPCH global et est étroitement corrélée au prix du pétrole exprimé en euros. Le graphique B illustre la contribution des principaux postes liés au pétrole de la composante énergie au taux de progression de l'IPCH annuel global, parallèlement à l'évolution des prix pétroliers. Le graphique montre que les effets directs se concrétisent dans les douze mois de la hausse des cours.

En deuxième lieu, les effets indirects renvoient à la possibilité qu'en plus d'effets directs, un choc pétrolier, en augmentant les coûts de production, ait une incidence sur les prix d'autres biens et services. Cette situation pourrait se traduire par une hausse plus générale des prix, bien que cela dépende également de la capacité des marges bénéficiaires d'absorber la hausse des coûts. Par exemple, le graphique C illustre le phénomène des effets indirects pour les composantes des services de l'IPCH liées au transport. La contribution de ces composantes à la hausse de l'IPCH global tend à se renforcer avec un certain décalage à la suite d'un renchérissement du pétrole. Il convient cependant de remarquer que d'autres facteurs influencent également ces composantes, tandis que d'autres composantes de l'IPCH sont aussi concernées indirectement par les fluctuations des prix pétroliers.

Enfin, les effets de second tour font référence à la possibilité qu'en plus des effets directs et indirects susmentionnés, un choc pétrolier ait une incidence supplémentaire sur l'inflation dans la mesure où il pourrait attiser les revendications salariales afin de compenser la baisse du revenu réel. Ces effets de second tour ont tendance à se produire avec un certain décalage. Généralement, en plus des attentes concernant la persistance du choc, la survenance d'effets

Augmentations nominales des cours du Brent durant des périodes spécifiques

(variation en pourcentage de la moyenne annuelle)

	1973-1974	1978-1979	1999-2000	2003-2004
en USD	204	125	60	33
en EUR	210	110	84	20

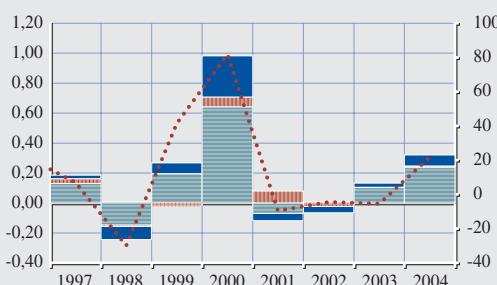
Sources : calculs du FMI et de la BCE

1 Cf. aussi l'article intitulé *L'incidence des cours du pétrole sur l'économie de la zone euro*, du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2004, et l'encadré intitulé *Évolutions récentes des cours du pétrole et incidence sur les prix de la zone euro*, du *Bulletin mensuel* de la BCE de juillet 2004.

Graphique B Prix pétroliers et contribution des composantes énergie les plus importantes à la hausse de l'IPCH

(contribution en points de pourcentage sauf indication contraire)

- Combustibles liquides (échelle de gauche)
- Énergie calorifique (échelle de gauche)
- Lubrifiants (échelle de gauche)
- Cours du pétrole en euro (taux de variation annuel, échelle de droite)

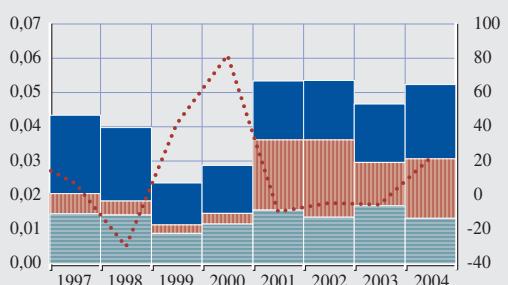


Sources : Eurostat, Thomson Financial Datastream et calculs de la BCE

Graphique C Prix pétroliers et contribution de certaines des composantes transport à la hausse de l'IPCH

(contribution en points de pourcentage sauf indication contraire)

- Transport combiné de passagers (échelle de gauche)
- Transport de passagers par voie aérienne (échelle de gauche)
- Transport de passagers par route (échelle de gauche)
- Cours du pétrole en euro (taux de variation annuel, échelle de droite)



Sources : Eurostat, Thomson Financial Datastream et calculs de la BCE

de second tour dépend du contexte économique, plus particulièrement de la situation sur le marché du travail, qui peut être favorable ou non aux revendications salariales. En 2004, les effets de second tour résultant du choc pétrolier sont demeurés modérés en raison de la position de l'économie de la zone euro dans le cycle conjoncturel et de la situation sur le marché du travail. Le recul des adaptations salariales aux prix par rapport aux années soixante-dix et quatre-vingt peut également avoir contribué à réduire le rôle de l'inflation dans le processus de formation des salaires.

L'incidence des fluctuations des prix pétroliers sur la croissance de la production de la zone euro

Il existe essentiellement deux canaux par le biais desquels les chocs pétroliers influencent l'économie réelle. Le premier se situe du côté de l'offre. En effet, le pétrole est un élément important du processus de production. Une hausse du prix du pétrole entraîne, en particulier à court terme, une augmentation des coûts de production, étant donné que les possibilités de substituer au pétrole d'autres sources d'énergie sont limitées. Le renchérissement du pétrole pourrait provoquer une baisse de la production, et réduire la demande d'autres facteurs de production tels que le travail. Le second canal se situe du côté de la demande. Une hausse des prix du pétrole entraîne une dégradation des termes de l'échange des économies importatrices nettes de pétrole comme la zone euro. La diminution du revenu réel qui en résulte se traduit par une demande intérieure moins forte dans la mesure où elle n'est pas compensée par une réduction de l'épargne ou un accroissement des crédits. Plusieurs autres canaux, qui sont plus difficiles à mesurer, transmettent les effets d'un choc pétrolier par le biais de la confiance ou des marchés boursiers, par exemple.

La modélisation de l'incidence de la hausse des cours du pétrole

Il est possible de réaliser une approximation de l'incidence de la hausse des cours du pétrole observée l'année passée sur l'inflation et la croissance du PIB en volume de la zone euro au

moyen de différents modèles. Ces estimations laissent généralement entendre qu'une appréciation à hauteur de 20 % des prix pétroliers accroît l'inflation de la zone euro de 0,2 point de pourcentage pendant la première année, et de quelque 0,1 point de pourcentage au cours des deux années suivantes. En ce qui concerne la croissance du PIB en volume, l'effet estimé avoisinerait -0,1 à -0,3 point de pourcentage la première année, tandis que l'effet serait limité au cours des deuxième et troisième années².

Les résultats des simulations ne doivent cependant pas être pris à la lettre. D'une part, il convient de garder à l'esprit plusieurs réserves, notamment l'existence éventuelle de non-linéarités et d'asymétries, et le fait que les modèles n'incluent pas tous les canaux de transmission possibles. D'autre part, il importe en outre de remarquer que, du point de vue structurel, plusieurs facteurs suggèrent que l'économie de la zone euro résiste mieux aux chocs pétroliers depuis quelques années. Par conséquent, les simulations fondées sur des modèles risquent de surestimer les effets. Tout d'abord, par rapport aux années soixante-dix, l'intensité en pétrole de la production et la part de la consommation de produits pétroliers dans la consommation totale d'énergie ont considérablement baissé dans la zone euro. Par ailleurs, les marchés du travail et des produits sont aujourd'hui plus flexibles, ce qui permet une réallocation plus souple et plus rapide des ressources, qui devrait à son tour atténuer l'incidence d'un choc pétrolier sur l'économie. En outre, la crédibilité et la réaction de la politique monétaire jouent un rôle déterminant dans l'évaluation des effets des hausses des prix du pétrole sur l'économie de la zone euro, ce qui rend leur quantification délicate.

Toutefois, de nouvelles réformes structurelles sont indispensables pour accroître la capacité de l'économie de la zone euro à s'adapter mieux et plus rapidement aux chocs futurs. En particulier, renforcer le niveau de concurrence réelle dans le secteur de l'énergie de la zone euro serait très bénéfique car cela permettrait d'absorber des prix pétroliers plus élevés sans créer de distorsions majeures. À cet égard, il n'est pas recommandé de compenser les hausses des cours du pétrole par des mesures budgétaires telles que des allégements fiscaux, étant donné que ces mesures agravaient les distorsions existantes dans l'allocation des ressources et empêcheraient dès lors les agents économiques de s'adapter à un choc externe de ce type.

2 Pour plus de détails, cf. aussi l'article mentionné dans la note 1.

LE DYNAMISME DES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

Les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro, qui ne sont pas inclus dans la mesure de l'IPCH, ont poursuivi leur vive progression en 2004, augmentant de 6,9 % au cours du premier semestre de 2004 par rapport à la période correspondante de 2003. Ce chiffre masque des évolutions contrastées dans les différents pays de la zone euro. En effet, une croissance à deux chiffres a été enregistrée en Espagne, en Irlande, en France et en Italie, tandis que l'Allemagne a affiché un léger recul. Les données disponibles pour le second semestre de 2004 semblent indiquer que de fortes hausses de prix ont de

nouveau eu lieu, ce qui ferait de l'année 2004 la quatrième année consécutive durant laquelle les prix de l'immobilier résidentiel ont progressé de quelque 6 à 7 % (cf. graphique 23). Cependant, cette période caractérisée par des hausses soutenues et vigoureuses succède à une période marquée par des augmentations relativement modestes (inférieures à 3 %) au milieu des années quatre-vingt-dix.

LA HAUSSE DES PRIX À LA PRODUCTION AUX PREMIERS STADES DE LA PRODUCTION

La croissance annuelle globale des prix à la production dans la zone euro (hors construction) s'est accélérée sans interruption

Graphique 23 Évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; données annuelles)



Source : Calculs de la BCE à partir de données nationales non harmonisées

Note : Les données pour 2004 portent sur le premier semestre de l'année.

Graphique 24 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)

Énergie (échelle de gauche)
 Industrie hors construction (échelle de droite)
 Biens intermédiaires (échelle de droite)
 Biens d'équipement (échelle de droite)
 Biens de consommation (échelle de droite)



Source : Eurostat

en 2004 (cf. graphique 24). Cette progression s'est amplifiée au deuxième trimestre et a principalement été tirée par les prix de l'énergie et des biens intermédiaires. Cette évolution correspond à l'accroissement des prix du pétrole et des autres matières premières, qui ont exercé des tensions sur les prix des *inputs* aux premiers stades du processus de production. En moyenne, les prix des biens intermédiaires ont augmenté de 3,5 % en 2004, contre 0,8 % en 2003.

Toutefois, peu d'éléments ont indiqué une intensification des tensions sur les prix à des étapes ultérieures de la production. En moyenne, les prix à la production des biens de consommation ont progressé de 1,3 %, soit un pourcentage encore inférieur à leur moyenne historique, mais supérieur à la croissance moyenne de 1,1 % enregistrée en 2003. Une part importante de la hausse des prix à la production des biens de consommation entre 2003 et 2004 est attribuable à des relèvements des taxes sur

le tabac. De façon plus générale, étant donné qu'il faut du temps pour que les tensions à la hausse venant des prix des biens intermédiaires se diffusent dans la chaîne de production, l'effet décalé des hausses des cours des matières premières, déjà observé à des stades antérieurs de la chaîne de production, sur les prix à la production des biens de consommation peut seulement avoir commencé à s'amplifier au début de l'année 2005. Néanmoins, l'atonie de la demande pourrait empêcher les entreprises de répercuter les hausses des prix de l'énergie et des biens intermédiaires.

ÉVOLUTION MODÉRÉE DES COÛTS SALARIAUX EN 2004

Les indicateurs de coûts salariaux dans la zone euro ont continué de se détendre en 2004 par rapport aux dernières années (cf. tableau 2). La croissance de la rémunération par travailleur a décéléré au premier semestre 2004, atteignant un taux de progression annuel moyen de 2,2 %,

Tableau 2 Indicateurs de coûts salariaux

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2002	2003	2004	2003 T4	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4
Salaires négociés	2,7	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Coûts salariaux horaires totaux	3,7	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Rémunérations mensuelles brutes	3,0	2,6	.	2,5	2,6	2,5	2,3	.
Rémunération par personne employée	2,5	2,3	.	2,2	2,2	2,1	1,4	.
Productivité du travail	0,3	0,3	.	0,6	1,2	1,7	1,3	.
Coûts salariaux unitaires	2,2	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

contre 2,4 % en 2003. Ce repli est largement commun aux principaux secteurs de l'économie (cf. graphique 25), bien qu'il ait été légèrement plus prononcé dans les services marchands. Les données disponibles sur la rémunération par travailleur au second semestre 2004 indiquent une nouvelle modération de la croissance des salaires, qu'évoquent également d'autres indicateurs de coûts salariaux. Le taux annuel de progression des salaires négociés s'est situé à 2,2 % en 2004, contre 2,4 % en 2003. Des informations en provenance des accords salariaux conclus pendant la période allant jusqu'à la fin 2004 dans plusieurs pays de la zone euro suggèrent l'absence d'effets de second tour

de la hausse des prix du pétrole. La progression annuelle moyenne des coûts salariaux horaires s'est également ralenti progressivement en 2004, pour revenir à une moyenne sensiblement inférieure à la moyenne de 2003. Dans un contexte de maintien d'une croissance modeste du PIB en volume et de tensions limitées sur les marchés du travail de la zone euro, les évolutions salariales sont restées faibles en 2004.

La progression modérée des salaires, associée à un redressement des gains de productivité, qui ont atteint en moyenne 1,4 % durant les trois premiers trimestres de 2004, s'est traduite par un net fléchissement de la croissance des coûts salariaux unitaires. Ceux-ci ont augmenté en moyenne de 0,5 % au cours des trois premiers trimestres de 2004, contre 2,0 % en 2003.

Graphique 25 Ventilation sectorielle de la rémunération par personne employée

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

POURSUITE DE LA REPRISE ÉCONOMIQUE EN 2004

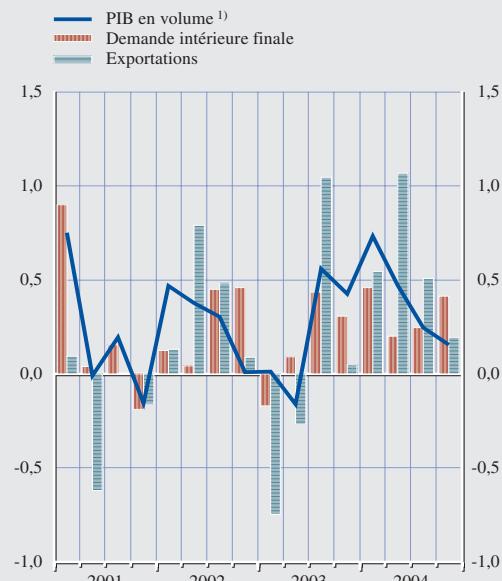
La reprise de l'activité économique dans la zone euro, amorcée au second semestre 2003, s'est poursuivie en 2004. La croissance globale du PIB a été généralement conforme aux anticipations de fin 2003, s'établissant à 1,8 % en 2004, soit le taux le plus élevé depuis 2000. La reprise a été alimentée par la vigueur des exportations qui ont progressé de 5,6 % en 2004 par rapport à 2003. La demande intérieure, notamment l'investissement, a également été plus soutenue. Toutefois, diverses évolutions qui n'avaient pas été totalement prévues ont

empêché la reprise de s'accélérer au cours de 2004. En particulier, la croissance en glissement trimestriel a été plus élevée au premier semestre de l'année qu'au second. Les évolutions des cours du pétrole et des taux de change ont pesé sur la croissance et la lenteur des améliorations sur le marché du travail ainsi que le bas niveau de la confiance des consommateurs ont contribué à la faiblesse de la consommation privée.

Entre mi-2003 et mi-2004, la reprise a été largement tirée par la croissance des exportations, tandis que la contribution de la demande intérieure finale (hors variation des stocks) a été relativement modeste (cf. graphique 26). Le recul marqué de la contribution des exportations nettes, compensé en partie seulement par un renforcement progressif de la demande intérieure finale, explique dans une large mesure le ralentissement de la croissance en glissement trimestriel au second semestre 2004. La période de reprise a été marquée, sur certains trimestres,

Graphique 26 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

Tableau 3 Structure de la croissance du PIB en volume

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

	Taux annuels ¹⁾								Taux trimestriels ²⁾							
	2002	2003	2004	2003 T4	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4	2003	2004 T4	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4		
Produit intérieur brut en volume	0,9	0,5	1,8	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2	0,2		
dont :																
Demande intérieure	0,4	1,2	1,9	1,5	1,2	1,7	2,6	1,9	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3			
Consommation privée	0,7	1,0	1,1	0,6	1,2	1,2	0,9	1,3	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5			
Consommation publique	3,1	1,6	1,6	1,4	1,9	1,8	1,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2			
Formation brute de capital fixe	-2,5	-0,6	1,7	0,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6			
Variation des stocks ^{3), 4)}	-0,1	0,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1			
Exportations nettes ⁵⁾	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	-0,6	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2			
Exportations ⁵⁾	1,9	0,2	5,6	0,2	3,6	7,2	5,6	6,0	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5			
Importations ⁵⁾	0,5	2,0	5,9	2,0	2,8	6,0	7,8	7,1	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0			
Valeur ajoutée brute en termes réels																
dont :																
Industrie hors construction	0,4	0,2	2,2	0,9	1,3	3,6	2,6	1,2	0,8	0,8	1,1	-0,1	-0,6			
Construction	-0,2	-1,5	0,8	-1,0	0,8	1,1	0,6	0,8	0,1	0,6	0,5	-0,7	0,3			
Services purement marchands ⁶⁾	1,0	0,9	1,9	0,9	1,5	2,4	1,8	2,0	0,1	0,8	0,8	0,2	0,3			

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Variation en pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente

2) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

3) 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. Étant donné que ces échanges intra-zone ne sont pas éliminés des chiffres relatifs aux importations et exportations utilisés dans les comptes nationaux, ces données ne sont pas entièrement comparables avec les données de 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.

par une contribution des stocks relativement importante, mais caractérisée par une certaine volatilité. À l'exception de la variation des stocks, les évolutions observées présentent dans l'ensemble les mêmes caractéristiques que les reprises enregistrées au cours des dernières décennies dans la zone euro.

Sur le plan intérieur, la croissance trimestrielle de la consommation privée a été, en moyenne, relativement faible en 2004, reflétant non seulement l'atonie du marché du travail, mais également une incertitude persistante s'agissant de la mise en œuvre des réformes structurelles nécessaires (cf. l'encadré 6 pour plus de détails

sur les avancées des réformes structurelles). Cette situation a probablement pesé sur la confiance des consommateurs. La formation brute de capital fixe s'est nettement accrue en 2004, malgré l'incidence négative exercée par la forte contraction de la FBCF construction en Allemagne au premier semestre et le recul de l'investissement public au second semestre.

Encadré 6

LES AVANCÉES DES RÉFORMES STRUCTURELLES SUR LES MARCHÉS DE PRODUITS ET DU TRAVAIL DE L'UE

Les réformes structurelles des marchés de produits et du travail sont essentielles pour renforcer le potentiel de croissance de l'Europe, faciliter l'ajustement et accroître la résistance aux chocs. Les mesures visant à renforcer la croissance potentielle 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 lancé 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 2010. Le rapport de novembre 2004 présenté par le groupe de haut niveau présidé par Wim Kok¹ a constitué le point de départ pour l'examen à mi-parcours de cette stratégie. En février 2005, dans son rapport de printemps au Conseil européen, la Commission européenne a appelé les États membres à s'approprier davantage la stratégie de Lisbonne, à simplifier et rationaliser celle-ci, ainsi qu'à se recentrer sur la croissance et l'emploi. L'examen à mi-parcours de la stratégie a été achevé par le Conseil européen en mars 2005. 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 2004.

L'UE définit les priorités essentielles dans de nombreux domaines de la politique économique dans les Grandes orientations des politiques économiques (GOPE). Ces priorités forment ensuite la base des recommandations qui sont formulées pour chaque État membre de l'UE. Dans le domaine des *marchés du travail*, les GOPE pour la période 2003-2005, ainsi que la mise à jour des GOPE effectuée en 2004 afin d'intégrer les nouveaux États membres, soulignent 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) de mettre en œuvre 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) d'encourager la mobilité géographique et professionnelle, et (e) de faire en sorte

1 Pour plus de détails, cf. section 1.1 du chapitre 4

que les mécanismes de négociations salariales permettent aux rémunérations de refléter les évolutions de la productivité.

Ces dernières années, 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'échelle 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 du taux d'activité des exclus du marché du travail. Certains États membres ont renforcé le rôle des agences de travail temporaire et assoupli la législation en matière de protection de l'emploi pour les contrats temporaires. Des changements sont également intervenus en matière de réglementation du temps de travail, prévoyant une plus grande souplesse dans le calcul du nombre maximum d'heures de travail autorisées dans l'UE, et le droit au travail à temps partiel a été étendu dans plusieurs pays. Il semble que les entreprises aient acquis une plus grande flexibilité dans l'utilisation des ressources en main-d'œuvre, à la suite des réformes mises en œuvre par le passé. Par exemple, des éléments récents indiquent que l'ajustement de la durée du travail a joué un rôle plus important dans la zone euro durant le ralentissement 2001-2003 que lors des cycles antérieurs².

La plupart des États membres de l'UE ont introduit d'autres réformes du marché du travail, en poursuivant la réforme de l'impôt sur le revenu, la restructuration des systèmes de protection et de prestations sociales, et les politiques visant à relever l'âge moyen de la retraite. Toutefois, les réformes semblent en retrait par rapport aux objectifs affichés par les gouvernements. Peu de progrès ont été enregistrés pour attirer davantage de personnes sur le marché du travail, investir davantage dans le capital humain et accroître la capacité d'adaptation des travailleurs et des entreprises aux changements de l'environnement macroéconomique. Les mesures qui visent à réduire le chômage de longue durée par le biais du recyclage et de la reconversion et à augmenter la productivité du travail par le développement de l'insertion professionnelle et l'acquisition continue du savoir demeurent 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 GOPE invitent les États membres à renforcer la concurrence des marchés de biens et de services: (a) en transposant plus rapidement les directives relatives au marché intérieur dans leur législation nationale, (b) en renforçant 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 en encourageant l'accès au marché et l'instauration d'une véritable concurrence dans les industries de réseau.

Le pourcentage de la législation communautaire relative au marché intérieur que les États membres n'ont pas encore transposée en droit national (« déficit de transposition ») a continué d'augmenter. La Commission européenne a pris plusieurs mesures en vue d'améliorer le fonctionnement du marché intérieur, en particulier dans le secteur des services où certains

2 Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Évolution du nombre total d'heures travaillées dans la zone euro* du *Bulletin mensuel de la BCE* d'octobre 2004

obstacles importants entravent encore son fonctionnement. Nombre de ces obstacles paraissent imputables à des réglementations nationales, telles que la lourdeur des procédures administratives relatives à l'établissement de filiales dans d'autres pays de la zone euro. Début 2004, les présidences irlandaise, néerlandaise, luxembourgeoise et britannique ont convenu d'une initiative conjointe pour privilégier les réformes réglementaires courant 2004 et 2005 et renforcer les efforts destinés à alléger les formalités administratives. De nombreux pays 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 et l'indépendance des autorités chargées de la concurrence et de la réglementation. En outre, la tendance à réduire et à réorienter les aides de l'État en faveur d'objectifs moins sectoriels ces dernières années semble s'être poursuivie, bien que ces aides continuent de jouer un rôle important dans certains secteurs, notamment les transports. Les États membres ont continué de mettre en oeuvre des réformes réglementaires dans les industries de réseau, même si le programme des réformes réglementaires dans ce secteur n'est pas encore achevé. La concurrence dans les secteurs auparavant protégés, tels que l'électricité et le gaz, devrait être encore intensifiée dans les faits.

En résumé, de nouveaux progrès ont été réalisés en 2004 dans le domaine des réformes structurelles, en particulier sur les marchés du travail, mais, globalement, le rythme des réformes est resté décevant. En conséquence, l'UE ne sera très vraisemblablement pas en mesure d'atteindre les objectifs fixés dans la stratégie de Lisbonne à moins d'une intensification des efforts de la part des États membres. Un nouvel élan au processus de réformes structurelles permettra non seulement d'accroître l'efficacité économique globale et d'améliorer les perspectives de croissance à plus long terme, mais également de renforcer les fondements d'une reprise soutenue de l'activité.

En 2004, la structure de la croissance économique a également été influencée par des facteurs externes spécifiques, notamment les évolutions des cours du pétrole et des taux de change. La croissance de la zone euro a été affectée non seulement par les effets directs du renchérissement du pétrole, sous la forme d'une hausse des coûts de production et d'un recul du pouvoir d'achat des consommateurs, mais également, de manière indirecte, par l'incidence de cette évolution sur l'environnement international. La forte croissance de l'activité économique mondiale observée début 2004 a été freinée au second semestre. Elle a été contrariée, entre autres, par les hausses des cours du pétrole enregistrées à partir de mi-2004, ce qui a contribué à ralentir la croissance de la demande étrangère adressée à la zone euro au second semestre. De même, l'appréciation sensible du taux de change de l'euro observée durant la majeure partie de 2003 a certes permis de réduire le coût des importations de pétrole de la zone euro, mais elle a également eu, à

retardement, un effet négatif sur la compétitivité de la zone euro dans son ensemble.

D'un point de vue sectoriel, la hausse de la valeur ajoutée a eu tendance à suivre les évolutions du PIB en volume sur l'ensemble du cycle économique. En particulier, si la progression de la valeur ajoutée, tant dans le secteur manufacturier que dans les services purement marchands, a été soutenue au premier semestre 2004, elle s'est modérée au second semestre. L'évolution conjoncturelle de l'économie au cours de l'année dernière semble par conséquent avoir principalement été influencée par des perturbations globales et non propres à un secteur en particulier.

Diverses mesures de la dispersion indiquent que la divergence des taux de croissance du PIB en volume entre les pays de la zone euro s'est réduite en 2004. Reflétant en partie le redressement de l'économie mondiale, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume

s'est accélérée, en moyenne, dans tous les pays de la zone euro en 2004 par rapport à l'année précédente, à l'exception de la Grèce, où elle est néanmoins demeurée relativement soutenue.

AMÉLIORATION DE LA SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL ET DE LA CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ EN 2004

La situation sur le marché du travail a peu évolué dans la zone euro en 2004, même si des signes d'une amélioration progressive peuvent être décelés. Après être resté largement inchangé en 2003, l'emploi a augmenté sur l'ensemble de 2004 (cf. tableau 4). Globalement, la hausse a cependant été modérée. Ce processus correspond pour partie à la réaction décalée de l'emploi à l'évolution de l'activité économique, mais s'explique également par la résistance inhabituelle dont a fait preuve l'emploi (mesuré en termes de personnes employées) durant la période de ralentissement économique intervenue en 2001-2003, ce qui a réduit les besoins d'embauche à ce stade de la reprise. Si les évolutions du nombre de personnes employées ont été relativement stables au cours des récentes phases du cycle économique, les éléments d'information disponibles indiquent qu'en termes d'heures travaillées, l'emploi s'est

montré plus réactif au cycle conjoncturel. Cette situation laisse à penser qu'au cours de la récente phase de ralentissement de l'activité et de la reprise qui a suivi, les employeurs ont sans doute décidé de procéder à des ajustements en termes d'heures travaillées plutôt qu'en termes de personnes employées.

Alors qu'il a enregistré une progression constante dans le secteur des services au cours de 2004, l'emploi a continué de diminuer dans l'industrie (hors construction), même si ce recul s'est atténué au fur et à mesure des trimestres. La productivité du travail a continué de se redresser nettement en 2004, notamment dans le secteur industriel (cf. graphique 27). La croissance de la productivité du travail s'est accélérée depuis mi-2003, reflétant les évolutions conjoncturelles habituelles de l'activité et de l'emploi.

Le taux de chômage est demeuré globalement stable en 2004 dans la zone euro, à 8,8 % (cf. graphique 28). Aucun changement significatif n'a également été enregistré en ce qui concerne les taux de chômage par tranche d'âge et par sexe. Cependant, le nombre de chômeurs a diminué au total de 50 000 personnes environ en 2004, alors qu'il

Tableau 4 Évolutions du marché du travail

(variations en pourcentage par rapport à la période précédente; en pourcentages)

	2002	2003	2004	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2004	2004	2004	2004
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Population active	1,0	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	.
Emploi	0,6	0,2	.	-0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,2	0,2	.
Agriculture ¹⁾	-2,1	-2,5	.	-0,8	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	.
Industrie ²⁾	-1,2	-1,5	.	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2	.
– hors construction	-1,3	-2,0	.	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,0	-0,2	.
– construction	-0,7	-0,2	.	-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,4	-0,0	-0,2	1,2	-0,1	.
Services ³⁾	1,4	1,0	.	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	.
Taux de chômage⁴⁾													
Total	8,2	8,7	8,8	8,3	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
Moins de 25 ans	16,8	17,6	17,8	16,9	16,8	17,2	17,5	17,6	18,0	18,0	18,0	17,8	17,6
25 ans et plus	7,0	7,4	7,6	7,1	7,2	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

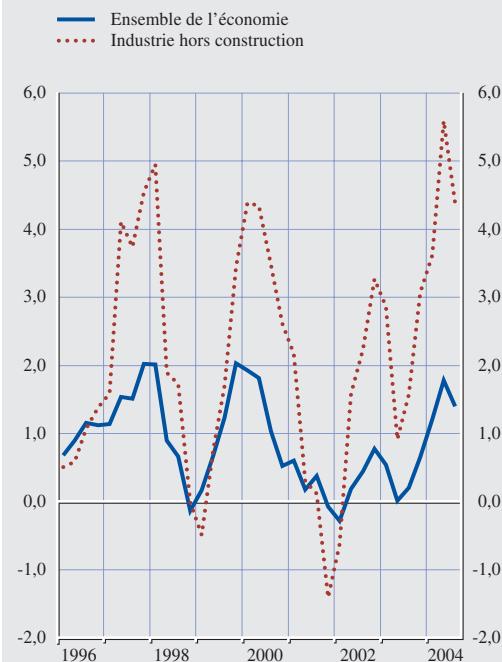
2) Comprend l'industrie manufacturière, la construction, les industries minières et extractives, ainsi que la production et la distribution d'électricité, de gaz et d'eau.

3) Hors organismes extraterritoriaux et organisations extraterritoriales

4) En pourcentage de la population active selon les recommandations de l'OIT

Graphique 27 Productivité du travail

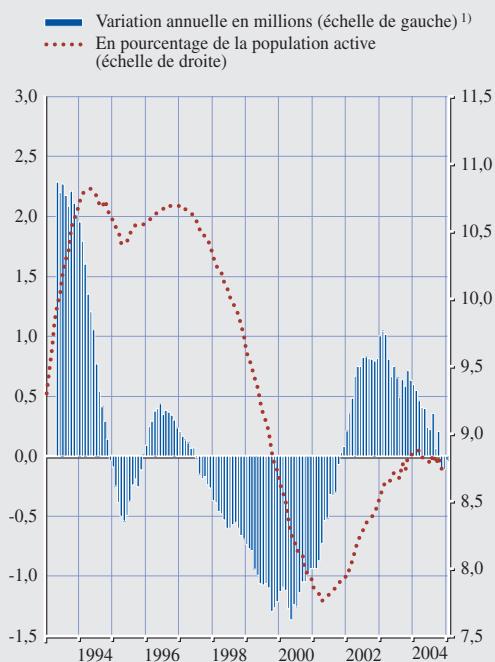
(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat

Graphique 28 Chômage

(données mensuelles ; corrigées des variations saisonnières)



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.

avait fortement augmenté en 2003. Quoique modestes, ces signes d'amélioration ont été conformes aux autres indications faisant état d'une inflexion de tendance sur le marché du travail. Parmi elles figurent les évolutions du nombre d'emplois vacants, qui ont augmenté au second semestre 2004 après avoir enregistré une baisse continue depuis 2001.

Dans la plupart des pays de la zone euro, le taux de chômage est resté, en moyenne, globalement inchangé entre 2003 et 2004, bien que les chiffres enregistrés pour le chômage aient été en partie affectés, dans certains pays, par des modifications d'ordre statistique. Au total, le degré de dispersion des taux de chômage entre pays de la zone euro s'est légèrement réduit en 2004.

Encadré 7

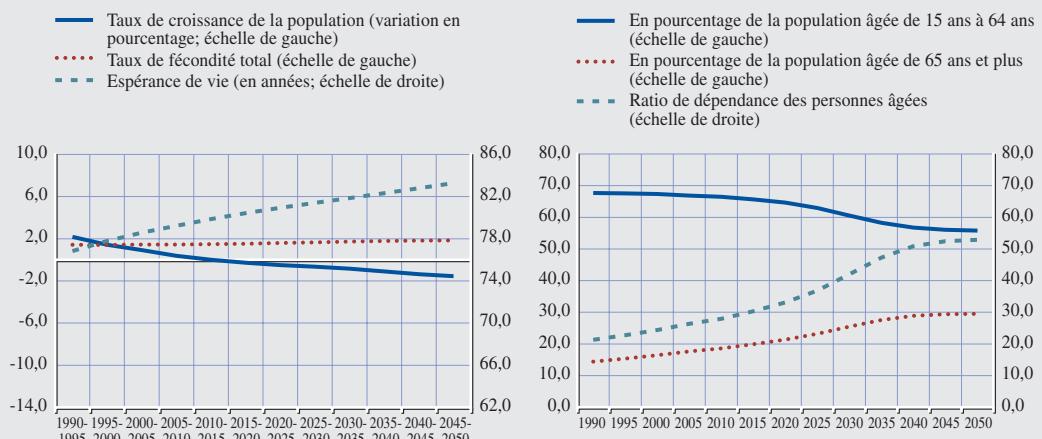
LES EFFETS POTENTIELS DES ÉVOLUTIONS DÉMOGRAPHIQUES DANS LA ZONE EURO

Les récentes tendances ainsi que les projections démographiques se caractérisent, pour la zone euro comme pour de nombreux autres pays industrialisés, par un ralentissement de la croissance démographique et un vieillissement progressif de la population. Ces évolutions sont imputables à la faiblesse du taux de fécondité dans la plupart des pays de la zone euro et à une augmentation de l'espérance de vie. Même si toutes les projections démographiques sont entourées d'une forte incertitude, ces tendances semblent se retrouver dans la plupart d'entre elles, y compris celles d'Eurostat et des Nations unies. Le présent encadré analyse certaines des principales conséquences de ces évolutions.

Les évolutions démographiques

Selon les projections les plus récentes disponibles pour les pays de la zone euro publiées par les Nations Unies en 2002 (*World Population Prospects – Perspectives de la population mondiale*¹), le taux de fécondité total dans la zone devrait demeurer inférieur, d'ici 2050, au seuil de remplacement qui est de deux enfants par femme environ. Parallèlement, l'espérance de vie moyenne devrait augmenter de cinq ans entre 2005 et 2050 (cf. la partie gauche du graphique). La conjonction de ces deux phénomènes entraîne un ralentissement de la croissance démographique de la zone euro et, à partir de 2015 environ, une diminution de sa population totale. En outre, la part des personnes âgées de 65 ans et plus dans la population devrait augmenter et celle des personnes en âge de travailler (entre 15 ans et 64 ans) devrait diminuer (cf. la partie droite du graphique), d'abord progressivement, puis à un rythme plus soutenu à partir de 2015 environ. Une telle évolution entraînerait une progression du taux de dépendance des personnes âgées dans la zone euro (c'est-à-dire le rapport entre la population âgée de 65 ans et plus et la population âgée de 15 ans à 64 ans), qui passerait de 26 % environ en 2005 à près de 30 % en 2015 et plus de 52 % en 2050, soit une hausse totale de quelque 26 points de pourcentage entre 2005 et 2050.

Principales évolutions démographiques dans la zone euro



Source : Projections 2002 établies par les Nations Unies (variante moyenne de la fécondité) et calculs de la BCE

¹ Les chiffres correspondent aux hypothèses de « variante moyenne » relatives à la fécondité qui peuvent être considérées comme les plus probables. Pour plus d'informations, cf. la Révision 2002 des *World Population Prospects* établies par les Nations Unies.

Les conséquences économiques

Un tel changement démographique aura de profondes répercussions sur les économies de la zone euro. Notamment, la composition du facteur travail évoluera avec l'augmentation de la proportion de travailleurs âgés et l'offre de travail pourrait même diminuer si les salariés continuent de partir en retraite anticipée et si leur remplacement n'est pas assuré en raison d'un déficit de nouveaux entrants sur le marché du travail. La diminution prévue de la population en âge de travailler exercera des tensions à la baisse sur la croissance potentielle de la zone euro, sauf si elle peut être compensée par des contributions accrues des autres facteurs de la croissance, tels que des augmentations du taux d'activité, de la productivité du travail et/ou de l'efficacité dans l'utilisation des facteurs de production (du capital notamment). La question de savoir dans quelle mesure l'immigration peut contribuer à accroître l'offre de main-d'œuvre fait l'objet d'un débat. D'après la plupart des études, le rôle des flux migratoires pour résoudre le défi démographique auquel est confrontée l'Europe ne devrait être que faible et temporaire, étant donné le nombre limité de migrants potentiels par rapport aux besoins et l'existence de contraintes pratiques et politiques.

Le financement des systèmes de protection sociale, et notamment des régimes de retraite publics fondés sur le principe de la répartition, connaîtra également des tensions avec l'augmentation du ratio entre le nombre de retraités et le nombre de personnes cotisant aux systèmes de retraite et de santé. Les dépenses publiques de santé et de soins de longue durée devraient croître avec la poursuite des progrès dans le domaine des technologies médicales et le développement de la demande pour ce type de services, lié à l'augmentation du nombre de personnes âgées. Ces effets potentiels pourraient être d'ampleur significative. Les estimations du groupe de travail sur le vieillissement de la population du Comité de politique économique de la Commission européenne laissent envisager une hausse des dépenses au titre des retraites comprise entre 3 % et 6 % du PIB en 2050 dans la plupart des pays de la zone euro. Le gonflement des dépenses de santé et de soins de longue durée pourrait même alourdir la facture de 2 % à 4 % de PIB supplémentaires.

Le vieillissement de la population est également susceptible d'entraîner des modifications de la structure des marchés financiers et du prix des actifs financiers. Selon la génération à laquelle ils appartiennent, les ménages détiennent généralement un patrimoine financier plus ou moins important et opèrent des choix de portefeuille différents en fonction des profils de risque des actifs. Sachant que la demande à long terme de logements dépend, entre autres, du nombre de ménages dans une économie, les évolutions démographiques peuvent également avoir une incidence sur les prix de l'immobilier. En outre, les réformes des régimes de retraite, notamment en faveur d'un financement privé plus important, devraient avoir un effet notable sur les marchés financiers, en raison du rôle accru des investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension et les sociétés d'assurance. La rareté des séries temporelles longues relatives aux prix des actifs financiers, les problèmes de mesure et le fait qu'en général, seule une minorité de la population détient des actions rendent difficile la quantification des incidences éventuelles des évolutions démographiques sur les marchés financiers. Néanmoins, les simulations réalisées en utilisant des modèles fondés sur la théorie du « cycle de vie » parviennent généralement à la conclusion que le vieillissement de la population entraîne une baisse des prix des actifs financiers (pour les actions comme pour les obligations) et une hausse de la prime de risque exigée sur les actions au moment où la population en activité prend sa retraite.

La nécessité de réformes globales

Pour faire face à ces conséquences des évolutions démographiques, les autorités doivent entreprendre des réformes globales. Ces réformes doivent s'attacher à traiter les problèmes spécifiques aux systèmes de retraite et de santé, à réduire la dette publique globale ainsi qu'à renforcer les éléments moteurs de la croissance économique. Au sein de l'UE, les gouvernements ont convenu d'une stratégie à trois volets. Celle-ci a été définie, dans un premier temps, dans les Grandes orientations des politiques économiques (GOPE) de 2001 et comprend trois objectifs principaux : une augmentation des taux d'emploi, une réduction de la dette publique et une réforme des systèmes de retraite, notamment par des mesures en faveur d'un recours accru à la capitalisation.

Dans les pays de la zone euro, il est urgent d'améliorer le taux d'activité et le taux d'emploi pour toutes les tranches de la population en âge de travailler, et notamment pour certaines catégories, comme les plus de 55 ans, qui affichent un taux d'activité particulièrement faible. Une première étape importante consiste à réduire encore les désincitations au travail toujours présentes sur plusieurs marchés du travail de la zone euro en raison des interactions entre fiscalité et prestations sociales et de la mise en place de dispositifs de préretraite. De tels systèmes ont un effet dissuasif, notamment pour le deuxième revenu d'un foyer, les bas salaires, les salariés les plus jeunes et les plus âgés ainsi que pour les femmes. Les politiques visant à accroître le taux d'activité féminin doivent permettre de concilier plus facilement vie familiale et activité professionnelle en augmentant la flexibilité des horaires de travail et en améliorant les services de garde d'enfants et de soins aux personnes âgées. De plus, il pourrait être utile, dans certains cas, de développer les incitations à prolonger la vie active, par exemple par des politiques de cessation progressive d'activité et par un développement des offres d'emplois à temps partiel ou temporaires pour les travailleurs âgés. Toutefois, il faut également que les entreprises disposent de suffisamment d'incitations à employer et/ou maintenir en poste les travailleurs âgés. En outre, de nombreux pays devront s'engager dans un processus durable d'investissement en capital humain et en recherche-développement afin de compenser les éventuels effets du vieillissement de la population sur la productivité du travail et la productivité globale des facteurs.

La réduction de la dette publique devrait contribuer à améliorer la soutenabilité des finances publiques et les rendre ainsi moins vulnérables aux effets des évolutions démographiques. En particulier, la diminution de l'endettement fournirait aux gouvernements une marge de manœuvre supplémentaire dans une période d'alourdissement des charges budgétaires liées au vieillissement de la population. De même, la réduction des paiements d'intérêt sur la dette publique libérerait des ressources budgétaires et donnerait aux gouvernements plus de flexibilité pour faire face à des évolutions non prévues. À cet égard, les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance, notamment l'obligation de maintenir des finances publiques proches de l'équilibre ou en excédent, vont dans la bonne direction pour inciter les gouvernements à se préparer aux charges budgétaires liées au vieillissement de la population.

Compte tenu de l'ampleur des tensions qui devraient s'exercer sur les systèmes de retraite, deux axes semblent s'imposer dans le domaine de la réforme des retraites. Tout d'abord, de nouveaux ajustements sont nécessaires s'agissant de la structure des cotisations et des prestations au sein des systèmes par répartition existants (réformes des paramètres). Ces réformes incluent des révisions des formules de calcul des prestations et des modifications de l'indexation des prestations de retraite. En complément, la plupart des pays devront s'orienter vers un recours

accru à la capitalisation ainsi que vers la diversification des dispositifs de financement (réformes des systèmes). Au lieu de reposer sur des transferts courants issus des revenus du travail, les retraites seraient financées par le capital préalablement accumulé par l'intermédiaire des fonds de pension. Des politiques devraient par conséquent être mises en place pour faciliter le développement d'une infrastructure permettant à ces fonds de placer l'épargne-retraite de manière efficace et de gérer les risques induits, ainsi que pour préserver le caractère non spéculatif de cette épargne.

En conclusion, les projections démographiques tendent à montrer que les évolutions démographiques dans la zone euro seront particulièrement marquées à partir de 2015 environ, même si les changements interviennent à des rythmes différents dans chacun des pays et si la population totale a déjà commencé à diminuer dans plusieurs d'entre eux. Bien que de nombreux pays commencent à tenir compte des contraintes d'incitation en veillant à ce que les mécanismes d'incitation au travail prévus dans les systèmes de prélèvements obligatoires et de prestations sociales ne remettent pas en cause la soutenabilité des finances publiques, de nouvelles réformes de grande ampleur sont nécessaires dans un proche avenir. La mise en œuvre rapide de réformes globales tenant compte de ces contraintes est indispensable pour se préparer aux évolutions démographiques annoncées.

2.5 LES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

STABILITÉ GLOBALE DES SOLDES BUDGÉTAIRES EN 2004

En 2004, les évolutions budgétaires dans la zone euro n'ont pas été satisfaisantes. Selon les données les plus récentes publiées par Eurostat, le déficit de la zone euro est demeuré globalement stable à 2,7 % du PIB (cf. tableau 5). Les résultats constatés pour 2004 sont principalement liés à un léger assouplissement budgétaire, le cycle économique n'ayant exercé qu'une incidence mineure. La plupart des pays de la zone euro n'ont pas réussi à atteindre les objectifs fixés dans les mises à jour des programmes de stabilité qui ont été présentées fin 2003 et début 2004. Les résultats ont manqué les objectifs à hauteur de 0,3 point de pourcentage du PIB en moyenne, principalement en raison de l'incapacité des pays présentant des déficits importants à respecter des programmes d'assainissement ambitieux axés sur la composante structurelle.

Un certain nombre de pays ont enregistré des ratios de déficit égaux ou supérieurs à la valeur de référence de 3 % du PIB tandis que quatre pays (Allemagne, Grèce, France et Pays-Bas) se

trouvaient en situation de déficit excessif. Pour la troisième année de suite, les déficits observés en Allemagne et en France ont nettement dépassé la barre de 3 % du PIB. À l'issue d'importantes révisions statistiques, il est apparu que, selon la méthodologie du SEC 95, la Grèce présentait des déficits supérieurs à la valeur de référence depuis 1997, avec un déficit pour 2004 s'élevant à 6,1 % du PIB. L'Italie a affiché un déficit de 3,0 % du PIB et celui du Portugal s'est établi juste en dessous de 3 % du PIB, malgré la poursuite de la mise en œuvre d'importantes mesures exceptionnelles (bien que le recours à ces mesures ait eu tendance à s'atténuer).

Mesurés par l'évolution du solde primaire ajusté du cycle, tel qu'estimé par la Commission européenne, les résultats enregistrés pour la zone euro dans son ensemble ont reflété une orientation budgétaire légèrement expansionniste. Les charges d'intérêts étant restées pratiquement inchangées, cette évolution s'explique essentiellement par la détérioration du solde primaire. Selon les estimations, le PIB a progressé globalement en phase avec la croissance potentielle, de sorte que l'environnement économique n'aurait exercé qu'une incidence très faible, en

Tableau 5 Situations budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

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

	2001	2002	2003	2004
Zone euro	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7
Belgique	0,4	0,1	0,4	0,1
Allemagne	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Grèce	-4,1	-4,1	-5,2	-6,1
Espagne	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
France	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Irlande	0,9	-0,5	0,2	1,3
Italie	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Luxembourg	6,2	2,3	0,5	-1,1
Pays-Bas	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Autriche	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Portugal	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Finlande	5,2	4,3	2,5	2,1

Dette brute des administrations publiques

	2001	2002	2003	2004
Zone euro	69,6	69,5	70,8	71,3
Belgique	108,0	105,4	100,0	95,6
Allemagne	59,4	60,9	64,2	66,0
Grèce	114,8	112,2	109,3	110,5
Espagne	57,8	55,0	51,4	48,9
France	57,0	59,0	63,9	65,6
Irlande	35,8	32,6	32,0	29,9
Italie	110,7	108,0	106,3	105,8
Luxembourg	7,2	7,5	7,1	7,5
Pays-Bas	52,9	52,6	54,3	55,7
Autriche	67,1	66,7	65,4	65,2
Portugal	55,9	58,5	60,1	61,9
Finlande	43,8	42,5	45,3	45,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

moyenne, sur l'évolution de la composante conjoncturelle du budget. La mise en œuvre de mesures de consolidation à caractère structurel n'a été observée que dans quelques cas. Les trois pays très fortement endettés (Belgique, Grèce et Italie) ont continué de bénéficier d'un allègement de leurs charges d'intérêts, avec un effet favorable sur leur situation budgétaire globale, évolution qui a compensé, en partie, l'aggravation sous-jacente du déficit primaire dans ces pays.

Les évolutions budgétaires reflètent le fait que, pour la zone euro en moyenne, les réductions d'impôts et la suppression progressive des mesures exceptionnelles n'ont pas été suffisamment financées par des économies au niveau des dépenses primaires. Les facteurs de

réduction des recettes recouvrant des allégements de la fiscalité directe et des cotisations de sécurité sociale, ainsi qu'une diminution des recettes en capital liée à la suppression progressive des mesures exceptionnelles. Ils ont été en partie compensés par des hausses de la fiscalité indirecte. Du côté des dépenses, on constate certains signes de maîtrise budgétaire (essentiellement du côté de la consommation publique et des prestations sociales) parallèlement à la suppression partielle des mesures exceptionnelles. Si cette évolution reflète un changement de cap par rapport aux politiques de dépenses plus laxistes des dernières années, elle n'a pas suffi à compenser totalement la diminution des recettes.

Le ratio dette publique/PIB de la zone euro a augmenté pour la deuxième année de suite, pour s'établir à 71,3 % en 2004. Cette détérioration est essentiellement due au niveau faible (et en recul) du ratio d'excédent primaire, au fait que la croissance économique soit inférieure au taux d'intérêt implicite moyen versé sur la dette publique et au niveau, considérable dans certains cas, des écarts entre les évolutions du déficit et de la dette, c'est-à-dire les ajustements déficit-dette. Parmi les sept pays dont la dette publique dépasse 60 % du PIB, seule la Belgique a enregistré un recul significatif de son ratio de dette publique, revenu à moins de 100 % du PIB, en liaison avec des résultats budgétaires demeurant proches de l'équilibre. La Grèce et l'Italie ont continué d'afficher des ratios de la dette publique supérieurs à 100 % du PIB, qui n'ont que peu évolué depuis 2001.

L'Allemagne, la France, l'Autriche et le Portugal ont présenté des ratios de la dette publique modérément supérieurs à la valeur de référence de 60 % du PIB et, dans tous ces pays, à l'exception de l'Autriche, le ratio a progressé par rapport à 2003. La poursuite de la détérioration des soldes budgétaires et l'augmentation du ratio dette publique/PIB se reflète également dans le montant de l'encours de titres de créance émis par les administrations publiques (cf. encadré 8).

LES PROGRAMMES BUDGÉTAIRES POUR 2005

Ainsi qu'il ressort de la mise à jour la plus récente des programmes de stabilité, en dépit de certains progrès, les mesures prévues pour traiter le problème des déficits budgétaires sont insuffisantes et il n'existe toujours pas de programmes globaux de réformes structurelles.

Encadré 8

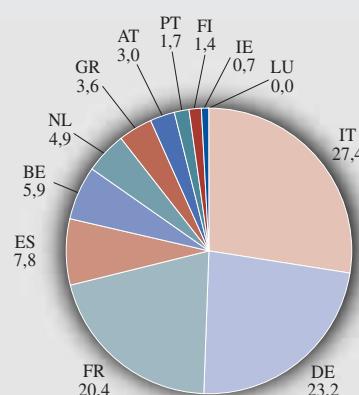
LES ÉVOLUTIONS DES ENCOURS DE TITRES DE CRÉANCE ÉMIS PAR LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DE LA ZONE EURO

Dans le contexte de la hausse des déficits publics observée dans la zone euro, on a constaté, ces dernières années, une augmentation de l'encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone. Cette évolution transparaît aussi bien dans la progression des ratios de la dette publique que dans celle des taux de croissance annuels des titres de créance émis par les administrations publiques dans la zone euro, qui se sont établis à 5,0 %, 5,5 % et 5,4 %, respectivement, à fin 2002, 2003 et 2004 (contre 3,3 % à fin 2001)¹.

Si l'on considère l'encours total de titres de créance des administrations publiques à fin 2004, les principaux acteurs de ce compartiment des marchés de capitaux de la zone euro sont l'Italie, l'Allemagne et la France, dont les parts représentent entre 20 % et 30 % environ de l'ensemble du marché (cf. graphique A).

Graphique A Encours de titres de créance des administrations publiques par pays émetteur en 2004

(en pourcentage ; données de fin de période)



Sources : BCE

¹ Les taux de croissance sont calculés à partir des transactions financières et excluent, par conséquent, les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Pour plus de détails, se reporter aux Notes techniques relatives aux sections 4.3 et 4.4 de la partie *Statistiques de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE.

L'évolution de la structure de l'encours de titres de créance des administrations publiques de la zone euro présente trois caractéristiques essentielles. Premièrement, les titres de la dette publique sont essentiellement émis par les administrations centrales, dont la part dans l'encours correspondant atteignait 94,3 % en 2004, les autres administrations publiques se partageant les 5,7 % restants (cf. tableau). Néanmoins, le secteur des autres administrations publiques est devenu plus actif, la part des titres de créance émis par les administrations centrales s'inscrivant en recul constant depuis 1998, alors que celle des titres de créance émis par les autres administrations publiques a pratiquement doublé entre 1998 et 2004.

Deuxièmement, en ce qui concerne la ventilation par échéances, la dette à long terme représentait environ 91,6 % de l'encours de titres de créance à fin 2004. Comme le montre le tableau, la part de la dette à court terme a fléchi entre 1998 et 2000, mais elle s'est ensuite redressée.

Troisièmement, le tableau montre également que la grande majorité des titres de créance à long terme émis par les administrations publiques sont assortis d'un taux fixe. Au fil du temps, l'importance relative des émissions à taux variable a considérablement diminué, revenant de 12,3 % du total émis en 1998 à 7,6 % en 2004. Cette évolution s'explique par la baisse progressive, vers la fin des années quatre-vingt-dix, de la prime de terme versée par certains États pour les titres à long terme assortis d'un taux fixe, dans un contexte de stabilité des prix. L'Italie, où la part des titres de créance à taux variable s'établit à 20,7 %, est le seul pays à se situer nettement au-dessus de la moyenne de la zone euro.

Sous l'effet de la diminution de la prime de risque, les coûts du financement par endettement sont devenus plus favorables ces dernières années. Par exemple, le rendement moyen des emprunts publics à dix ans dans la zone euro a fléchi, revenant de 7 % sur la période 1994-1998 à 4,7 % sur la période 1999-2004. Toutefois, comme l'indique le graphique B, les rendements des emprunts publics des pays de la zone euro présentent des écarts qui pourraient refléter des différences en matière de risques de liquidité et de crédit.

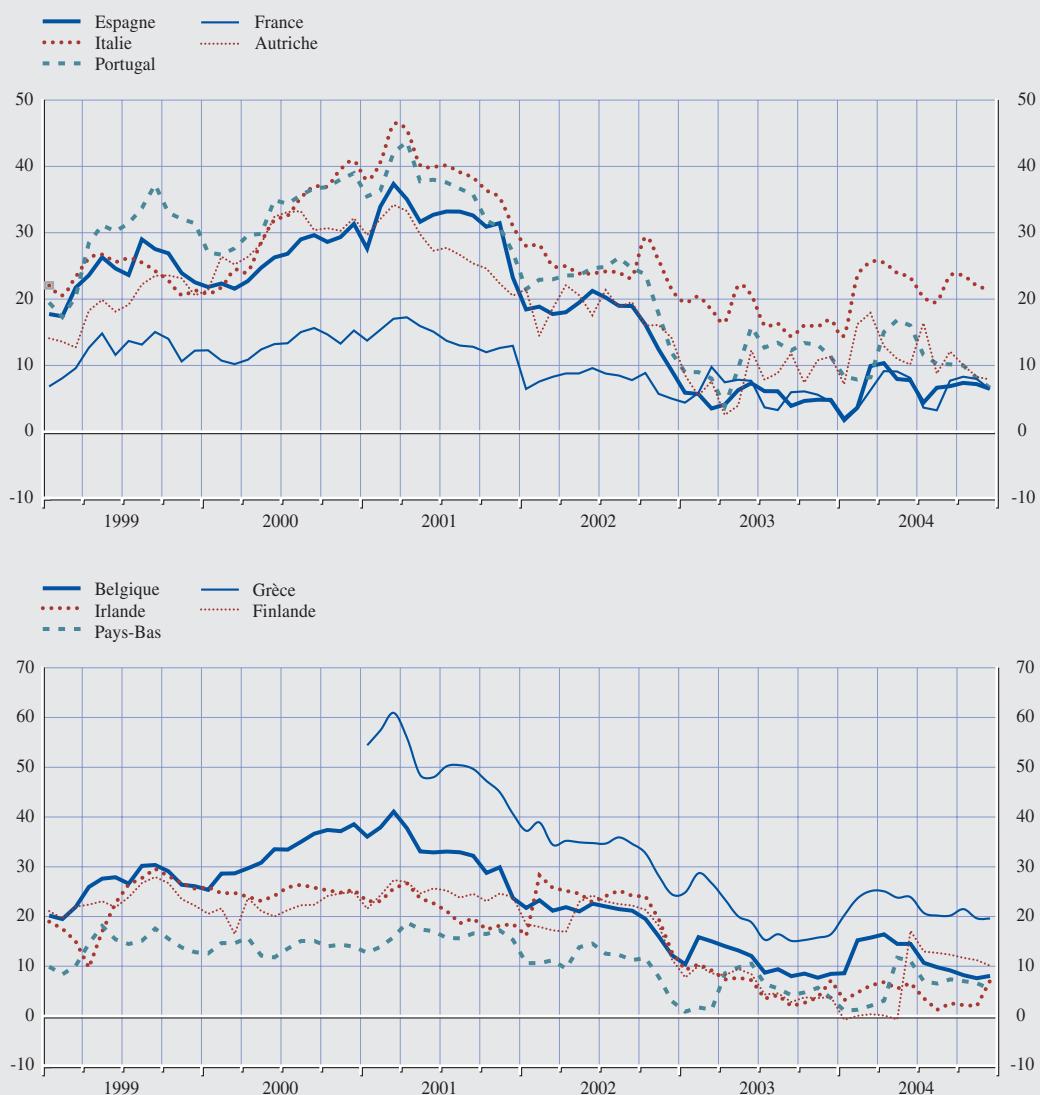
Les rendements des emprunts publics à long terme allemands sont les plus bas de la zone euro, essentiellement en raison de leur degré de liquidité relativement élevé. L'avantage de l'État

Structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Administrations centrales	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3
<i>Titres à long terme</i>	87,5	89,3	89,9	89,0	87,2	85,8	36,0
<i>Titres à court terme</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3
Autres administrations publiques	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7
<i>Titres à long terme</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6
<i>Titres à court terme</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total administrations publiques							
<i>Titres à long terme</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6
Taux fixe	75,4	79,3	81,2	82,5	82,1	82,2	82,9
Taux variable	12,3	10,5	10,0	8,7	8,0	7,5	7,6
<i>Titres à court terme</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4
Total administrations publiques en milliards d'euros	3 304,9	3 450,5	3 546,4	3 764,6	3 939,3	4 141,2	4 362,5

Source : BCE

Graphique B Écarts de rendement des emprunts publics à long terme par rapport à l'Allemagne¹⁾

(en points de base ; données mensuelles)



Sources : BRI et calculs de la BCE

1) Les rendements des emprunts publics à long terme sont ceux des emprunts à dix ans ou ceux dont l'échéance s'en rapproche le plus.

fédéral allemand en termes de financement par rapport à tous les autres États de la zone euro était supérieur à dix points de base jusqu'au début 2001. Depuis lors, les écarts entre les rendements des emprunts publics à dix ans des autres pays de la zone euro et ceux des emprunts publics allemands se sont constamment réduits, pour atteindre un point bas à fin 2003. Les plus fortes diminutions de ces écarts ont été observées en Belgique, en Grèce, en Italie, au Portugal et en Espagne. Cette convergence peut notamment s'expliquer par l'évolution de la situation budgétaire de l'Allemagne dont le ratio dette publique/PIB s'est détérioré par rapport à celui

de tous les autres pays de la zone euro, à l'exception de la France, entre 2001 et 2004.

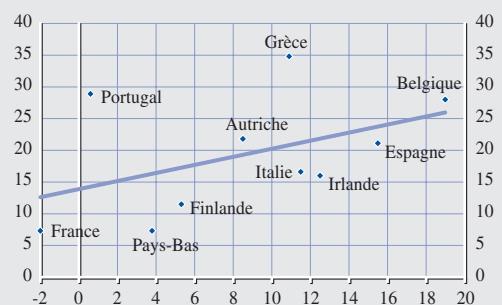
Les données disponibles donnent à penser que les pays dont le ratio de la dette publique s'est amélioré par rapport à celui de l'Allemagne entre 2001 et 2004 ont également enregistré un fléchissement des écarts de rendement à long terme vis-à-vis des titres d'emprunts publics allemands, comme le montre la relation positive qui apparaît au graphique C. Bien que d'autres facteurs, principalement liés à la liquidité des obligations, puissent également avoir leur importance, cela pourrait être considéré comme un premier signe que les investisseurs prennent en compte, dans une certaine mesure, les situations des finances publiques des pays de la zone euro pour valoriser les obligations.

Dans l'ensemble, les récentes évolutions de la structure de financement de l'État reflètent l'avantage macroéconomique considérable lié à l'adoption, ces dix dernières années, de politiques plus nettement axées sur la stabilité. L'avantage le plus évident pour le grand public réside dans la nette diminution de la part du budget de l'État consacrée au service de la dette.

Pour 2005, le déficit moyen de l'ensemble de la zone euro devrait diminuer d'un demi-point de PIB environ. Une baisse marginale des charges d'intérêts et une amélioration modérée du solde primaire devraient contribuer à cette évolution. La croissance économique devrait rester proche de son potentiel. Toutefois, la moitié des pays de la zone euro, c'est-à-dire l'Allemagne, la Grèce, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Portugal, devraient continuer à enregistrer des déficits proches de ou équivalents à 3 % du PIB. Seuls quelques pays devraient se trouver en situation d'équilibre budgétaire ou d'excédent. Le ratio de la dette publique devrait reculer de près d'un demi-point de pourcentage du PIB.

Graphique C Évolutions des ratios de dette publique/PIB par rapport à l'Allemagne¹⁾ et variations des écarts de rendement²⁾ entre 2001 et 2004

(axe des abscisses : en points de pourcentage ; axe des ordonnées : en points de base)



Sources : Eurostat et BCE

1) Axe des abscisses : diminution du ratio dette publique/PIB par rapport à l'Allemagne, c'est-à-dire de l'écart entre le ratio dette publique/PIB de l'Allemagne et celui d'autres pays de la zone euro entre 2001 et 2004

2) Axe des ordonnées : diminution des écarts de rendement par rapport aux emprunts publics allemands à dix ans entre janvier 2001 et décembre 2004.

Note : Le graphique doit être lu de la manière suivante, en prenant la Belgique comme exemple. Son ratio dette publique/PIB s'élevait à 108 % en 2001 et à 95,6 % en 2004, alors qu'en Allemagne, il s'établissait à 59,4 % en 2001 et à 66 % en 2004. Ainsi, l'écart entre le ratio dette publique/PIB de l'Allemagne et celui de la Belgique (écart relatif existant entre ces deux pays) s'est établi à 48,6 % en 2001 et à 29,6 % en 2004. Cet écart s'est réduit de 19 points de pourcentage entre 2001 et 2004 (amélioration du ratio par rapport à l'Allemagne) comme le montre l'axe des abscisses. Durant la même période, l'écart de rendement des emprunts publics belges et allemands a diminué de 28 points de base, comme l'indique l'axe des ordonnées. La ligne droite continue représente la ligne de régression ajustée.

LA NÉCESSITÉ D'UN ASSAINISSEMENT COMPATIBLE AVEC LES ENGAGEMENTS ANTÉRIEURS

Les finances publiques de la zone euro font face à trois défis majeurs. Premièrement, un assainissement budgétaire d'envergure est nécessaire : la stabilité macroéconomique repose très largement sur la soutenabilité des finances publiques, qui correspond à la capacité d'un État à faire face à ses obligations (cf. encadré 9). Le respect du cadre budgétaire de l'UE et la stricte application des règles sont essentiels parce qu'ils contribuent à la soutenabilité des finances publiques dans l'UEM. En particulier, la limite de 3 % en matière de déficit (si elle est mise en œuvre de façon crédible) fournit un ancrage aux

anticipations de discipline budgétaire et d'évolution future de la dette. Elle constitue, par conséquent, un important signal de solidité budgétaire pour les marchés financiers et le public.

Le fait que le déficit moyen de la zone euro soit proche de la valeur de référence de 3 % et qu'un bon nombre de pays enregistrent des déficits proches de ou supérieurs à cette valeur souligne l'urgente nécessité de renforcer la situation des finances publiques. L'amélioration de la situation économique offre la possibilité d'accélérer le processus d'assainissement budgétaire. Les dividendes de la croissance, à savoir des recettes fiscales plus importantes que

prévu, devraient être affectés à la réduction des déséquilibres budgétaires. Les pays affichant des déficits excessifs devraient remédier à cette situation dès que possible et respecter les engagements pris. De plus, la récurrence de déficits excessifs doit être évitée. Il est également souhaitable que les pays dont la situation budgétaire n'est pas proche de l'équilibre ou en excédent, mais qui ne présentent pas non plus de déficit excessif, progressent sur la voie de l'assainissement budgétaire, conformément à l'accord de l'Eurogroupe d'octobre 2002, qui prévoit des efforts d'assainissement de nature structurelle représentant au moins 0,5 point de PIB par an.

Encadré 9

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE ET LA STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE

Cet encadré analyse les principales influences de la politique budgétaire sur la stabilité macroéconomique et les évolutions des prix, ainsi que leur prise en compte dans le cadre budgétaire de l'UE.

Les politiques budgétaires peuvent avoir une incidence sur l'environnement macroéconomique à court terme par le biais des mesures discrétionnaires et des stabilisateurs automatiques. D'une part, les mesures discrétionnaires, c'est-à-dire les modifications volontaires des recettes ou des dépenses des administrations publiques, peuvent agir sur la croissance économique et les prix par le biais de l'incidence exercée à la fois sur la demande et sur l'offre globales. L'expérience des dernières décennies a montré toutefois que les mesures de réglage fin discrétionnaires visant à stabiliser l'économie s'avèrent souvent procycliques. En outre, le recours asymétrique aux mesures de réglage fin (principalement durant les phases de ralentissement et dans une bien moindre mesure durant les phases de reprise) a entraîné au fil des années un creusement des déficits budgétaires. D'autre part, le libre jeu des stabilisateurs automatiques peut contribuer à lisser les fluctuations économiques par le biais de l'incidence stabilisatrice des prélèvements fiscaux et des allocations chômage sur le revenu disponible des ménages. Leur nature automatique rend leurs effets rapides et plus prévisibles et le caractère symétrique de leur fonctionnement n'affecte pas le niveau de la dette publique sur un cycle d'activité.

S'agissant des effets budgétaires à moyen terme, la définition des politiques budgétaires est particulièrement importante pour la soutenabilité des finances publiques et la croissance potentielle. La soutenabilité budgétaire correspond à la capacité de l'État à honorer ses engagements. Le ratio dette publique/PIB en donne une indication, même si d'autres éléments, tels que les engagements conditionnels et les engagements implicites, doivent également être pris en considération. La soutenabilité des finances publiques exerce une incidence positive sur l'environnement macroéconomique dans la mesure où les consommateurs et les ménages ne prévoient pas de relèvements majeurs de la fiscalité ou de difficultés pour l'État à assurer le

service de sa dette. La confiance économique s'en trouve renforcée, les décisions à long terme (notamment relatives à l'investissement privé) sont facilitées et les conditions financières sont plus favorables. En ce qui concerne la croissance potentielle, les mesures budgétaires qui améliorent la « qualité » des finances publiques peuvent avoir un effet bénéfique sur le taux de croissance économique compatible avec la stabilité des prix. Par exemple, les dépenses publiques en capital physique et humain peuvent améliorer la qualité des facteurs de production. En outre, les taux d'imposition jouent un rôle sur les incitations à travailler, à épargner, à investir et à innover. La hausse de la croissance conforte alors la soutenabilité, dans la mesure où le service de la dette existante s'effectue à partir d'une base économique plus large.

Il est généralement préférable de définir la politique budgétaire conformément à des règles plutôt que d'adopter une approche *ad hoc*. Les règles peuvent dissuader de se concentrer sur les bénéfices à court terme sans prendre en compte les coûts à long terme. En outre, les règles peuvent ancrer les anticipations, en donnant des orientations aux agents économiques sur la politique budgétaire future en cas de chocs, facilitant ainsi la planification à long terme par le secteur privé. Bien entendu, les règles doivent être respectées pour que ces gains se concrétisent. Les avantages tirés de l'application des règles budgétaires sont encore plus importants dans une union monétaire telle que l'UEM, où les distorsions nées des incitations budgétaires peuvent être amplifiées. Par exemple, un biais plus important en faveur du déficit peut apparaître, dans la mesure où, avec une monnaie unique et des marchés financiers plus intégrés, l'incidence d'une hausse du niveau de la dette d'un pays sur les taux d'intérêt est plus faible qu'auparavant. Dans une union monétaire, les règles budgétaires doivent être facilement applicables, étant donné qu'elles doivent s'appliquer à tous les pays membres de façon uniforme afin d'assurer une égalité de traitement. Un cadre budgétaire transparent renforce également la sensibilisation des marchés financiers et du grand public et peut contribuer à améliorer la conformité avec les règles.

Le cadre à moyen terme, fondé sur des règles, qui a été adopté dans l'UEM prend en compte les considérations relatives tant à la stabilisation à court terme qu'à la soutenabilité à long terme. Les valeurs de référence pour le déficit public et la dette publique permettent de promouvoir des comportements budgétaires responsables. Une situation budgétaire à moyen terme proche de l'équilibre ou en excédent contribue à la stabilisation économique à court terme par le biais du libre jeu des stabilisateurs automatiques, tout en évitant les déficits excessifs à l'avenir et en assurant une amélioration de la soutenabilité des finances publiques par le biais d'un recul du ratio d'endettement.

Du point de vue d'une banque centrale dont l'objectif premier est de maintenir la stabilité des prix, l'analyse des politiques budgétaires privilégie naturellement leur influence sur l'inflation et la stabilité macroéconomique, parce qu'elles participent de l'environnement dans lequel opère la politique monétaire. Des politiques budgétaires solides facilitent la politique monétaire en créant un environnement économique stable, tant à court terme qu'à long terme.

LA RÉFORME STRUCTURELLE DES FINANCES PUBLIQUES DEMEURE ESSENTIELLE

Le deuxième défi pour les finances publiques de la zone euro consiste à intégrer les programmes d'assainissement budgétaire dans un programme de réformes structurelles favorisant la croissance, la compétitivité et l'emploi. Cela contribuerait également à assurer une assise plus soutenable aux évolutions budgétaires, en particulier dans le contexte de l'alourdissement du fardeau lié au vieillissement de la population. Des réformes du côté des dépenses sont indispensables à cet égard, même si une certaine marge de manœuvre peut exister du côté des recettes pour réaliser des gains d'efficacité. De telles réformes permettent d'assainir les finances publiques, préparent la voie à de nouvelles réductions d'impôts et peuvent également rendre les systèmes de prélèvements et de prestations plus propices à la croissance. Au sein de budgets de dépenses donnés, la priorité devrait être donnée aux investissements en infrastructures et en capital humain.

LA FIABILITÉ DES STATISTIQUES, BASE DE LA CRÉDIBILITÉ DU CADRE BUDGÉTAIRE

Troisièmement, l'intégrité des statistiques de finances publiques constitue une condition préalable de la crédibilité du cadre budgétaire de l'UE. D'importantes révisions apportées aux chiffres des déficits antérieurs, comme dans le cas de la Grèce en 2004, portent indiscutablement atteinte à la confiance du public et à la crédibilité de l'ensemble du cadre. Elles ne permettent pas d'identifier rapidement et avec précision les déséquilibres et les besoins d'ajustement, ce qui peut entraîner d'importants retards dans la mise en œuvre des mesures nécessaires. En introduisant de l'incertitude dans le suivi des politiques budgétaires, elles réduisent la valeur des procédures de surveillance multilatérale et, de ce fait, compromettent l'efficacité de la pression exercée par les pairs. Il est donc d'une importance vitale que des mesures soient prises en vue d'assurer la fiabilité de l'établissement des statistiques de finances publiques et leur publication rapide. Il convient que tous les États



membres se conforment aux règles comptables européennes en matière de déclaration des dépenses et recettes publiques. Comme l'a constaté le Conseil Ecofin le 2 juin 2004, les statistiques budgétaires ne doivent pas être à la merci des alternances politiques et électorales.

2.6 LES ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE ET DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

POURSUITE DU RAFFERMISSEMENT DE L'EURO DANS UN CONTEXTE D'AFFAIBLISSEMENT GÉNÉRALISÉ DU DOLLAR

Sur les marchés de change, les principaux taux de change bilatéraux de l'euro ont connu une évolution relativement modérée durant les neuf premiers mois de 2004, en comparaison notamment de la forte progression qu'ils avaient enregistrée les deux années précédentes. Par la suite, l'euro s'est considérablement raffermi, en particulier par rapport au dollar. Fin 2004, il était, en termes effectifs, légèrement supérieur à son niveau en début d'année, en raison de sa forte appréciation par rapport au dollar, aux monnaies asiatiques ancrées à ce dernier et, dans une moindre mesure, au yen. Cette évolution a été en partie contrebalancée par la dépréciation de l'euro face aux devises de certains partenaires commerciaux moins

importants de la zone euro (le franc suisse, la couronne norvégienne et le won coréen) et de plusieurs nouveaux États membres de l'UE.

Plus précisément, après s'être stabilisé en janvier et en février 2004, l'euro a annulé une partie des gains enregistrés précédemment dans un contexte d'amélioration des perspectives économiques mondiales et de modification de la perception du marché concernant les facteurs fondamentaux influant sur les taux de change. À cette époque, des signes de plus en plus nombreux indiquaient une reprise de l'activité économique aux États-Unis et au Japon, alors que les perspectives concernant la zone euro continuaient d'être plus modérées. Cette évolution a contribué à détourner l'attention du marché de la persistance d'un déficit courant élevé aux États-Unis en la reportant sur les perspectives de profits accusés, soutenant ainsi la devise américaine. Entre mai et la mi-octobre 2004, l'euro s'est légèrement raffermi, dans un contexte d'amélioration progressive des perspectives économiques de la zone euro marqué par l'apparition de signes ténus indiquant que la croissance s'étendait du secteur des exportations à la demande intérieure. Parallèlement, les craintes du marché concernant les perspectives relatives à la croissance économique mondiale, alimentées principalement par l'incertitude géopolitique et le renchérissement du pétrole, sont apparues comme autant de facteurs exerçant de nouvelles pressions à la baisse sur le dollar et sur le yen. Les décisions du Comité fédéral de l'*open market* de relever les taux d'intérêt avaient déjà été anticipées par les marchés de capitaux et n'ont pas influé sur l'évolution des taux de change. À compter de la mi-octobre, cependant, l'euro s'est raffermi de manière significative par rapport au dollar, ainsi que par rapport à plusieurs devises asiatiques, conséquence de leur ancrage (officiel ou non) à la monnaie américaine. Ces évolutions sont intervenues dans un contexte de repli généralisé du dollar au dernier trimestre 2004, celui-ci retombant à des niveaux qu'il n'avait pas connus depuis plusieurs années par rapport à l'euro, à la livre sterling et au yen.

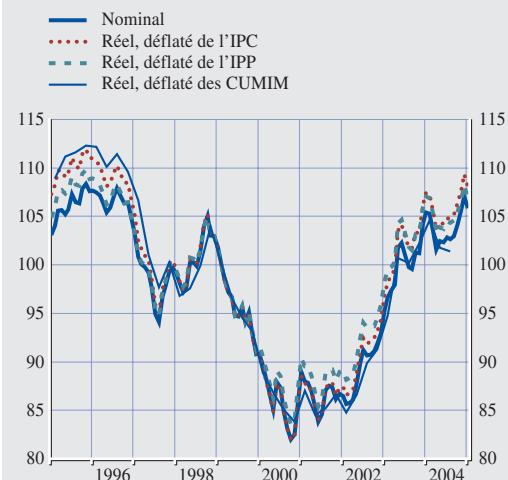
En termes de taux de change effectif nominal, c'est-à-dire mesuré par rapport aux devises des vingt-trois principaux partenaires commerciaux de la zone euro, l'euro s'est établi, fin 2004, à un niveau supérieur de 2,3 % à celui observé en début d'année. Cette appréciation globale du taux de change de l'euro en 2004 masque des évolutions contrastées par rapport aux monnaies de certains partenaires entrant dans la composition de l'indice de taux de change effectif. En particulier, l'euro a enregistré une forte progression par rapport au dollar, ainsi que vis-à-vis du renminbi chinois et du dollar de Hong Kong, tous deux ancrés à la devise américaine. Le 31 décembre 2004, l'euro s'établissait à USD 1,36, soit une hausse de quelque 8,2 % par rapport au début de l'année. Durant la même période, il s'est également renforcé de 3,7 % par rapport au yen et cotait JPY 139,7 en fin d'année, la monnaie japonaise affichant ainsi une appréciation de plus de 4 % par rapport au dollar. L'euro est demeuré stable face à la livre sterling par rapport au niveau observé le 2 janvier 2004, cotant GBP 0,71 en fin d'année.

Parallèlement, l'euro a légèrement reculé par rapport au franc suisse et à la couronne norvégienne, et de façon plus prononcée par rapport au won coréen (de 6,3 %). Il s'est également déprécié vis-à-vis des monnaies de plusieurs nouveaux États membres de l'UE, la couronne tchèque, le forint hongrois, le zloty polonais et la couronne slovaque (cf. également la section 3). La livre chypriote s'est également appréciée légèrement alors que le lat letton, partiellement lié au dollar, s'est replié par rapport à l'euro. Il a cependant été rattaché à l'euro, au taux de LVL 0,702804, à compter du 1^{er} janvier 2005, et s'est maintenu proche de ce niveau par la suite. La livre maltaise est demeurée relativement stable par rapport à l'euro en 2004, en raison du poids de ce dernier dans le panier de devises auquel elle est rattachée.

Au sein de MCE II, la couronne danoise est restée proche de son cours pivot, tandis que les devises qui ont rejoint le MCE II le 28 juin 2004

Graphique 29 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro¹⁾

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



Source : BCE

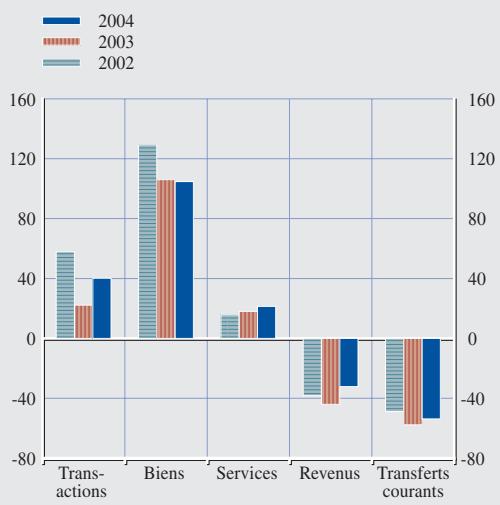
1) Une hausse des indices TCE correspond à une appréciation de l'euro. Les dernières données se rapportent à décembre 2004. Dans le cas du taux de change effectif réel (indice TCE) déflaté des CUMIM, les dernières données, fondées en partie sur des estimations, se rapportent au troisième trimestre 2004.

(la couronne estonienne, le litas lituanien et le tolar slovène) ont évolué dans une fourchette très étroite ou bien sont demeurées stables par rapport à leur cours pivot vis-à-vis de l'euro.

Durant les deux premiers mois de 2005, l'euro s'est replié face à la plupart des principales devises, notamment le dollar. L'évolution de son taux de change durant cette période a été influencée par les signes d'une activité économique soutenue aux États-Unis, tandis que les craintes du marché concernant le déficit courant des États-Unis semblent s'être légèrement atténuées. Le 24 février 2005, le taux de change effectif nominal de l'euro était inférieur de 1,4 % à son niveau de début d'année. La dépréciation de l'euro traduit son affaiblissement par rapport au dollar, au renminbi et, dans une moindre mesure, à la livre sterling, monnaies qui ont toutes un poids relativement important dans l'indice de taux de change de l'euro pondéré des échanges commerciaux.

Graphique 30 Solde du compte de transactions courantes et composantes

(montants en milliards d'euros, données cvs)



Source : BCE

Le taux de change effectif réel de l'euro, calculé à partir d'indices de prix et de coûts, a également continué de progresser en 2004 en liaison avec la hausse du taux de change effectif nominal (cf. graphique 29). Au quatrième trimestre 2004, les indices de taux de change effectif réel de l'euro se sont établis à un niveau nettement supérieur à celui du premier trimestre 1999 et les indicateurs fondés sur l'évolution des prix à la consommation et des prix à la production ont également atteint un niveau relativement proche des pics observés ces dix dernières années.

LÉGÈRE HAUSSE DE L'EXCÉDENT DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES EN 2004

L'excédent du compte de transactions courantes de la zone euro s'est accru pour s'établir à 40,2 milliards d'euros en 2004 (soit 0,5 % environ du PIB), contre 22,2 milliards en 2003 (0,3 % du PIB). Cette progression résulte dans une large mesure d'une baisse des déficits au titre des revenus et des transferts courants, conjuguée à une légère hausse de l'excédent des services (cf. graphique 30). L'excédent des

échanges de biens est demeuré globalement inchangé, les exportations et les importations de biens en valeur ayant augmenté dans les mêmes proportions.

Courant 2004, cependant, l'évolution sur un an de l'excédent des échanges de biens corrigé des variations saisonnières a connu deux tendances significatives. Il s'est accru au premier semestre (de 106 milliards d'euros en décembre 2003 à plus de 125 milliards en juin 2004), sous l'effet notamment du dynamisme des exportations durant cette période. Il a toutefois diminué par la suite pour revenir à un niveau proche de celui observé fin 2003 en raison de la vigueur des importations enregistrées aux deuxième et troisième trimestres 2004 et du fléchissement des exportations au second semestre. S'agissant du recul du déficit des revenus, il résulte essentiellement de la forte augmentation des recettes, qui a été beaucoup plus rapide que celle des dépenses. La hausse des recettes semble être due, en majeure partie, à l'évolution favorable du rendement des investissements à l'étranger en raison de la croissance soutenue de l'économie mondiale, laquelle a plus que compensé l'incidence négative de l'appréciation de l'euro (dans la mesure où celle-ci réduit la

valeur en euros des revenus en devises tirés des avoirs à l'étranger).

Un partage volume/prix des exportations et des importations de biens, établi à partir des données de commerce extérieur de marchandises d'Eurostat (les données disponibles couvrent la période allant jusqu'à octobre 2004), permet de mieux comprendre leurs évolutions. Cette décomposition indique que la forte progression des exportations en valeur constatée au premier semestre 2004 s'explique essentiellement par une croissance soutenue des exportations en volume, alors que les prix des exportations sont restés modérés. Par conséquent, il semble que l'incidence négative de l'appréciation de l'euro sur les exportations en volume de la zone ait été plus que compensée par la forte hausse de la demande étrangère durant le premier semestre 2004. En termes de ventilation géographique, les exportations en volume vers l'Asie et les nouveaux États membres de l'UE ont augmenté de façon particulièrement rapide durant cette période. Si la hausse des coûts due au renchérissement du pétrole a exercé des tensions sur les prix des exportations, cette évolution a probablement été contrebalancée en partie par une réduction des marges bénéficiaires, les exportateurs tentant de compenser en partie le recul de leur compétitivité-prix lié à l'appréciation de l'euro. Le fléchissement des exportations de la zone euro constaté au second semestre de l'année semble résulter principalement de la baisse des exportations vers l'Asie et les nouveaux États membres de l'UE, bien que celles à destination des États-Unis aient également diminué de manière substantielle. S'agissant de la hausse des importations de biens en valeur observée aux deuxième et troisième trimestres 2004, elle tient à l'augmentation tant des prix que des volumes. Cette progression résulte en majeure partie du renchérissement du pétrole. La hausse des importations en volume peut être attribuée en partie à la reprise de la demande intérieure dans la zone euro, notamment dans les catégories de dépenses à fort contenu en importations.



ENTRÉES NETTES AU TITRE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE EN 2004

Dans le compte financier, les investissements directs et de portefeuille ont enregistré des entrées nettes de 18,3 milliards d'euros en 2004, contre des entrées nettes de 38,3 milliards en 2003. Cette diminution des flux financiers nets vers la zone euro résulte principalement de l'augmentation des sorties nettes au titre des investissements directs (cf. graphique 31).

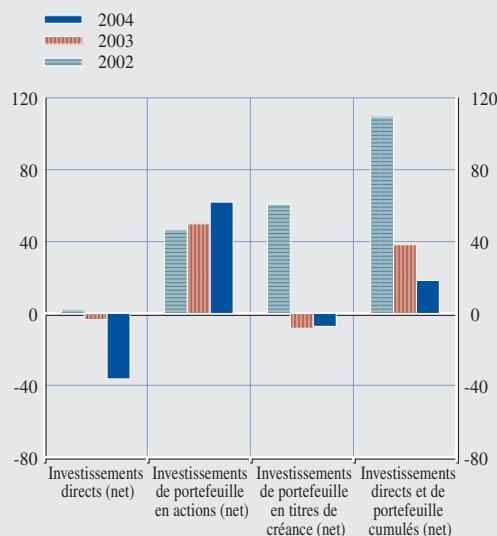
L'évolution des investissements directs tient au premier chef à la diminution progressive des entrées nettes au titre des investissements directs étrangers dans la zone euro, essentiellement en raison du fait que les opérations en capital effectuées par les non-résidents n'ont représenté que le tiers du niveau enregistré l'année précédente. Ce recul a été plus important que celui observé pour les opérations en capital de la zone euro à l'étranger et résulte sans doute en partie de perspectives conjoncturelles plus favorables pour l'économie mondiale en 2004.

La hausse des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille provient essentiellement de l'augmentation des achats nets d'actions de la zone euro par les non-résidents. Les données d'enquête auprès des marchés font état d'un regain d'intérêt des investisseurs étrangers pour les actions de la zone euro. Le fait que leurs cours apparaissent relativement sous-évalués par rapport à ceux des autres marchés, ainsi que les anticipations d'une appréciation de l'euro courant 2004 ont également contribué à cette évolution.

S'agissant des titres de créance, les flux transfrontières ont été de même ampleur en 2003 et en 2004, s'élargissant à 200 milliards d'euros environ, tant du côté des avoirs que des engagements. Du côté des engagements, le bas niveau des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro n'a pas favorisé les placements étrangers en instruments du marché monétaire de la zone euro, les non-résidents ayant investi presque exclusivement en obligations de la zone en 2004. Du côté des avoirs, les investisseurs de

Graphique 31 Solde du compte financier et composantes

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

la zone euro ont consacré 75 % environ de leur portefeuille international de titres de créance aux obligations et 25 % aux instruments du marché monétaire. Par rapport à 2003, les résidents de la zone euro ont réduit la pondération des obligations internationales. Cette évolution est probablement liée à l'anticipation d'éventuelles moins-values en raison des perspectives de hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis. De fait, les achats effectués par les résidents de la zone euro de titres de créance émis par des entités résidant aux États-Unis ont diminué, revenant de 75 milliards d'euros en 2003 à 29 milliards durant les trois premiers trimestres 2004.

Sur la base des flux cumulés sur les trois premiers trimestres 2004, la zone euro a enregistré des sorties nettes au titre des investissements directs étrangers vis-à-vis de la plupart de ses principaux partenaires, à l'exception des États-Unis et de la Suisse. Le Royaume-Uni et les États-Unis ont été les principaux destinataires des investissements directs de la zone euro et les principaux investisseurs dans la zone euro.

En ce qui concerne la ventilation géographique des investissements de portefeuille de la zone euro à l'étranger, durant les trois premiers trimestres 2004, ceux-ci ont été principalement dirigés vers le Royaume-Uni et les États-Unis, qui en sont traditionnellement les principaux destinataires. Les investisseurs de la zone euro ont également effectué d'importants achats nets d'actions japonaises. L'amélioration des perspectives économiques au Japon, notamment début 2004, semble avoir été à l'origine de ces choix d'investissement.

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

L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

La croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro a été relativement soutenue en 2004, dépassant en général la moyenne de la zone euro (cf. tableau 6). Les États baltes et la Pologne, dont le PIB par habitant est le moins élevé de l'UE, sont les pays qui ont enregistré la croissance la plus forte. En revanche, le Danemark et Malte ont été dans la situation inverse, en dépit de l'amorce de reprise constatée dans ces pays par rapport aux faibles taux de croissance enregistrés en 2003.

La demande intérieure, et plus particulièrement la formation brute de capital fixe, a été le principal facteur à l'origine de la progression du PIB en volume de nombreux États membres de l'UE hors zone euro en 2004. Le regain de confiance des chefs d'entreprise, le degré élevé d'utilisation du capital et l'amélioration des perspectives d'évolution de la demande ont contribué à la reprise des investissements dans un grand nombre de nouveaux États membres, au Danemark et en Suède. Dans de nombreux nouveaux États membres, notamment les États

baltes, la vigueur de la demande intérieure a résulté également de la forte progression de la consommation privée, grâce à l'augmentation du revenu réel disponible engendrée par la forte hausse des salaires et par l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Au Royaume-Uni, la progression de la consommation privée a été soutenue par les bonnes performances du marché du travail et par l'augmentation de la valeur du patrimoine immobilier. Dans un certain nombre d'États membres de l'UE hors zone euro, notamment les États baltes et la Hongrie, les dépenses des ménages ont également été favorisées par le niveau élevé et, dans certains cas, en progression, de la croissance des financements consentis au secteur privé. En outre, dans la plupart des nouveaux États membres, les anticipations de hausse des prix résultant des modifications de la fiscalité et des prix réglementés liées à l'adhésion à l'UE ont stimulé les dépenses de consommation au premier semestre 2004. Enfin, dans certains pays, l'orientation de la politique budgétaire est demeurée relativement laxiste.

Tableau 6 Croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4
République tchèque	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,8	3,9	4,2	4,2
Danemark	2,8	1,6	1,0	0,4	2,0	1,7	2,5	1,8	2,2
Estonie	7,8	6,4	7,2	5,1	.	6,8	5,9	6,1	.
Chypre	5,0	4,1	2,1	2,0	3,7	3,7	4,1	4,0	3,1
Lettonie	6,9	8,0	6,4	7,5	8,5	8,7	7,7	9,1	8,6
Lituanie	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7	7,1	7,3	5,8	6,7
Hongrie	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	4,3	4,2	3,7	3,8
Malte	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5	2,3	-0,5	1,9	2,3
Pologne	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Slovénie	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Slovaquie	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	5,4	5,5	5,3	5,8
Suède	4,3	1,0	2,0	1,5	3,5	3,4	4,0	3,7	2,8
Royaume-Uni	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,8	3,5	3,1	2,9
UE-10 ¹⁾	4,2	2,7	2,6	3,9	4,8	5,4	5,1	4,6	4,3
UE-13 ²⁾	3,9	2,2	1,9	2,3	3,3	3,2	3,7	3,3	3,0
Zone euro	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	2,0	2,5	1,7	1,8

Source : Eurostat.

Note : Les données trimestrielles sont corrigées des variations saisonnières dans le cas de la République tchèque et corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés dans celui du Royaume-Uni.

1) UE-10 est l'agrégation des données des 10 nouveaux États membres.

2) UE-13 est l'agrégation des données des 13 États membres de l'UE hors zone euro.

S'agissant de la demande étrangère, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB en volume a varié de manière significative selon les différents États membres de l'UE hors zone euro. Si elle a fortement soutenu l'activité en Pologne et en Suède, elle a en revanche freiné la croissance du PIB en volume dans la plupart des nouveaux États membres ainsi qu'au Royaume-Uni. En dépit de ces évolutions, il est important de souligner que les exportations et les importations ont continué de progresser à un rythme relativement soutenu en 2004, notamment dans les nouveaux États membres. En particulier, les échanges de biens et de services en volume ont été stimulés par la suppression des obstacles aux échanges lors de l'adhésion à l'UE, la plus forte demande des partenaires commerciaux et la poursuite des gains de productivité.

Avec la reprise de l'activité économique, le niveau élevé des entrées au titre des investissements directs étrangers enregistrées ces toutes dernières années et la poursuite des réformes structurelles, la situation sur le marché du travail s'est progressivement améliorée courant 2004 dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro, en particulier dans les

États baltes. Cependant, la croissance de l'emploi a généralement été assez modeste dans la plupart des nouveaux États membres, en raison de l'augmentation des coûts salariaux intervenue précédemment dans certains pays et d'une inadéquation structurelle entre l'offre et la demande de travail. Les taux de chômage sont demeurés très élevés dans plusieurs pays, notamment en Pologne et en Slovaquie. Au Royaume-Uni, les tensions sur le marché du travail se sont accentuées.

L'ÉVOLUTION DES PRIX

En 2004, la dynamique des prix a été très contrastée entre les différents États membres de l'UE hors zone euro. Le Danemark, la Lituanie, la Suède et le Royaume-Uni ont enregistré les taux d'inflation annuels mesurés par l'IPCH les plus faibles, de l'ordre de 1 %, c'est-à-dire bien en deçà de la moyenne de la zone euro. Dans la plupart des nouveaux États membres, l'inflation a été supérieure à la moyenne de la zone euro. En Lettonie, en Hongrie et en Slovaquie, les taux d'inflation annuels mesurés par l'IPCH ont été presque trois fois supérieurs à la moyenne de la zone euro.

Tableau 7 IPCH des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4
République tchèque	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,0	2,5	3,0	2,7
Danemark	2,7	2,3	2,4	2,0	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2
Estonie	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	0,6	3,2	3,9	4,4
Chypre	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	1,0	1,2	2,5	2,8
Lettonie	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	4,3	5,8	7,4	7,2
Lituanie	0,9	1,3	0,4	-1,1	1,1	-1,1	0,5	2,3	3,0
Hongrie	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	6,8	7,4	7,0	5,9
Malte	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	3,3	3,0	2,2
Pologne	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	1,8	3,4	4,7	4,5
Slovénie	8,9	8,6	7,5	5,7	3,6	3,7	3,8	3,6	3,5
Slovaquie	12,2	7,2	3,5	8,5	7,4	8,2	8,0	7,2	6,0
Suède	1,3	2,7	2,0	2,3	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
Royaume-Uni	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
UE 10 ¹⁾	8,4	5,7	2,6	1,9	4,0	2,9	4,0	4,8	4,4
UE 13 ²⁾	3,2	2,7	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	2,3	2,3
Zone euro	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3

Source : Eurostat.

1) UE 10 est l'agrégation des données des 10 nouveaux États membres de l'UE.

2) UE 13 est l'agrégation des données des 13 États membres de l'UE hors zone euro.

La plupart des nouveaux États membres ont affiché en 2004 des taux d'inflation plus élevés qu'en 2003 (cf. tableau 7). Les progressions les plus fortes ont été observées en République tchèque, en Lettonie, en Lituanie, en Hongrie et en Pologne. Dans quelques États membres de l'UE hors zone euro, en revanche, les taux d'inflation moyens ont fléchi en 2004. Les reculs les plus importants ont été constatés à Chypre et en Slovénie. En outre, le profil d'évolution de l'inflation en 2004 a varié d'un pays à l'autre. Dans un certain nombre d'entre eux, l'inflation a fortement augmenté au premier semestre 2004 avant de se stabiliser à un niveau plus élevé ou de diminuer progressivement au second semestre. Dans quelques autres États membres, cependant, l'inflation mesurée par l'IPCH est demeurée globalement stable sur l'ensemble de l'année.

Les évolutions de l'inflation dans les États membres de l'UE hors zone euro ont résulté en partie de facteurs communs, notamment de la forte hausse des cours du pétrole en 2004. Cependant, l'incidence précise de cette hausse sur l'inflation a varié selon les pays, dans une large mesure en raison de différences de profils de consommation, de structures de marché et d'intensité énergétique de la production. En outre, il se pourrait que le renchérissement du pétrole ne se soit pas encore pleinement répercuté sur l'inflation dans certains pays en 2004. Des tensions inflationnistes sont également apparues dans la plupart des pays en raison de la forte croissance du PIB en volume, provoquant dans certains cas l'apparition de tensions salariales.

Dans les nouveaux États membres, l'adhésion à l'UE a également entraîné des tensions inflationnistes. Avec leur intégration à la Politique agricole commune et la levée des obstacles aux échanges qui subsistaient dans certains secteurs, la plupart ont connu une hausse des prix des produits alimentaires au premier semestre de l'année. Compte tenu de la part relativement élevée de ces prix dans les paniers de consommation de ces pays, cette évolution a le plus souvent eu une incidence



notable sur leur taux d'inflation mesuré par l'IPCH. En outre, la fiscalité indirecte et les droits d'accise ont été alourdis dans un certain nombre de nouveaux États membres de façon à les aligner davantage sur ceux prévalant dans l'UE. Les perspectives de hausses des prix induites par la fiscalité à la suite de l'adhésion à l'UE ont abouti à un accroissement de la demande début 2004, entraînant là aussi une hausse de l'inflation. Au second semestre 2004, cependant, cette incidence a commencé à s'inverser progressivement dans un certain nombre de pays. Par ailleurs, les prix administrés ont été fortement relevés dans plusieurs nouveaux États membres afin de mener à bien le processus d'ajustement engagé dans certaines entreprises publiques pour parvenir à un niveau de production assurant la couverture des coûts engagés.

L'évolution des taux de change effectifs nominaux et leur incidence décalée sur les prix des importations ont également influé sur les évolutions de l'inflation en 2004. Dans un certain nombre de pays, notamment en République tchèque, en Hongrie et en Slovaquie, l'évolution des taux de change effectifs a eu un effet modérateur sur l'inflation, alors que dans d'autres, comme en Lettonie, elle a favorisé l'apparition de tensions inflationnistes. En Pologne, l'incidence décalée

Tableau 8 Situation budgétaire des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques				Dette brute des administrations publiques			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
République tchèque	-6,2	-6,8	-11,7	-3,0	27,2	30,7	38,3	37,4
Danemark	2,9	1,7	1,2	2,8	47,8	47,2	44,7	42,7
Estonie	0,3	1,4	2,9	1,8	4,4	5,3	5,3	4,9
Chypre	-2,3	-4,5	-6,3	-4,5	61,9	65,2	69,8	71,9
Lettonie	-2,1	-2,9	-1,5	-0,8	14,9	14,1	14,4	14,4
Lituanie	-2,0	-1,5	-1,9	-2,5	22,9	22,4	21,4	19,7
Hongrie	-3,7	-8,5	-6,2	-4,7	52,2	55,5	56,9	57,6
Malte	-6,4	-5,9	-10,5	-5,2	62,4	62,7	71,8	75,0
Pologne	-3,9	-3,6	-4,5	-4,8	36,7	41,2	45,4	43,6
Slovénie	-3,3	-2,4	-2,0	-1,9	28,1	29,5	29,4	29,4
Slovaquie	-6,0	-6,0	-3,7	-3,3	48,7	43,3	42,6	43,6
Suède	2,5	-0,3	0,2	1,4	54,3	52,4	52,0	51,2
Royaume-Uni ¹⁾	0,7	-1,7	-3,4	-3,2	38,8	38,3	39,7	41,6
UE 10 ²⁾	-4,2	-4,9	-5,7	-3,9	37,3	40,1	43,5	42,7
UE 13 ³⁾	0,2	-1,9	-3,1	-2,4	40,9	40,9	42,1	42,9
Zone euro	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7	69,6	69,5	70,8	71,3

Sources : Commission européenne et calculs de la BCE

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

1) Estimations pour l'année civile

2) UE-10 est l'agrégation des données des 10 nouveaux États membres de l'UE.

3) UE-13 est l'agrégation des données des 13 États membres de l'UE hors zone euro.

de l'évolution des taux de change a contribué à une hausse de l'IPCH au premier semestre 2004, avant d'exercer l'effet inverse au second semestre.

LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Trois États membres de l'UE hors zone euro (l'Estonie, le Danemark et la Suède) ont dégagé un excédent budgétaire et dix pays ont enregistré un déficit en 2004. Le Conseil Ecofin a adopté des décisions le 5 juillet 2004 reconnaissant l'existence d'une situation de déficit excessif dans six pays (la République tchèque, Chypre, la Hongrie, Malte, la Pologne et la Slovaquie). Dans tous les cas, à l'exception de Chypre, les décisions du Conseil autorisent la correction à moyen terme de ces déficits excessifs en reconnaissant l'existence de conditions particulières dues (a) au niveau très supérieur à la valeur de référence du déficit public lors de l'adhésion à l'UE et (b) dans le cas de la République tchèque, de la Hongrie, de la Pologne et de la Slovaquie, à la poursuite des ajustements structurels vers une économie de marché moderne axée sur les services, qui

accompagnent le processus de convergence réelle. Le Royaume-Uni a enregistré un ratio de déficit supérieur à la valeur de référence de 3 % en 2003 et 2004. Le nombre élevé de pays dans lesquels persiste une situation de déficit excessif souligne la nécessité de renforcer davantage l'engagement politique de mettre en œuvre des réformes structurelles et de procéder à un assainissement budgétaire.

Les soldes budgétaires des administrations publiques se sont améliorés en 2004 dans dix des treize États membres de l'UE hors zone euro, alors qu'ils se sont détériorés dans les trois autres (cf. tableau 8). Cette amélioration peut s'expliquer principalement par des facteurs temporaires ainsi que par l'effet positif de la conjoncture économique. En République tchèque et à Malte, pays qui ont enregistré la plus forte amélioration de leur solde budgétaire, des facteurs temporaires avaient largement contribué à creuser le déficit en 2003.

En 2004, le ratio de la dette publique de la plupart des États membres de l'UE hors zone

Tableau 9 Balance des paiements des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	Solde cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital				Flux nets d'investissements directs étrangers			
	2001	2002	2003	2004 ¹⁾	2001	2002	2003	2004 ¹⁾
République tchèque	-5,4	-5,7	-6,2	-6,1	9,0	11,2	2,6	2,4
Danemark	3,1	2,1	3,3	2,8	-1,9	1,0	0,1	-0,6
Estonie	-5,6	-9,9	-12,7	-13,3	5,7	2,2	8,3	4,5
Chypre	-3,3	-4,5	-3,3	-4,8	7,3	5,7	3,7	4,6
Lettonie	-7,2	-6,5	-7,6	-11,0	1,4	2,7	2,4	3,5
Lituanie	-4,7	-4,8	-6,5	-8,7	3,6	5,0	0,8	3,2
Hongrie	-5,6	-6,9	-9,0	-8,8	6,9	4,2	0,8	3,3
Malte	-4,2	0,5	-5,6	-6,6	6,2	-10,3	5,7	7,3
Pologne	-2,8	-2,6	-2,2	-1,6	3,1	2,0	1,9	1,4
Slovénie	0,2	0,7	-1,0	-0,9	1,1	6,8	-0,5	-0,4
Slovaquie	-8,0	-7,6	-0,5	-2,6	7,4	16,5	2,2	3,3
Suède	4,3	5,3	6,4	7,8	2,5	0,4	-4,7	-1,7
Royaume-Uni	-2,2	-1,7	-1,6	-2,0	-0,3	-0,5	-2,5	0,4
Zone euro	-0,1	1,0	0,5	0,8	-1,7	0,0	0,0	-0,5

Source : BCE

1) Les données pour 2004 sont des moyennes mobiles sur quatre trimestres du quatrième trimestre 2003 au troisième trimestre 2004, à l'exception de Chypre (du troisième trimestre 2003 au deuxième trimestre 2004).

euro est demeuré nettement inférieur au ratio moyen constaté dans la zone. Il a diminué dans six d'entre eux, en liaison avec l'amélioration de leur solde budgétaire. Dans les autres pays, la hausse du ratio de dette publique résulte principalement du bas niveau de l'excédent primaire et des ajustements entre dette et déficit ayant pour effet d'accroître la dette, c'est-à-dire de variations de la dette publique que le solde budgétaire ne permet pas d'expliquer. Seuls Chypre et Malte ont continué d'enregistrer un ratio de dette supérieur à la valeur de référence de 60 % du PIB.

Dans la plupart des pays, les résultats budgétaires affichés en 2004 ont été globalement conformes, voire supérieurs aux objectifs inscrits dans les programmes de convergence présentés en mai 2004. Dans plusieurs d'entre eux, les recettes ont été plus élevées que prévu. L'exécution des dépenses a été généralement proche des niveaux qui avaient été prédefinis. En Hongrie, d'importants signes de dérapage ont été constatés par rapport aux objectifs du programme de convergence de mai 2004. En outre, certains gouvernements (en Estonie et en Lituanie, par exemple) ont consacré une partie de leurs recettes

excédentaires en 2004 au financement de dépenses supplémentaires et non à l'amélioration de leurs soldes budgétaires.

LES ÉVOLUTIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

En ce qui concerne les soldes extérieurs, la Suède et le Danemark ont continué d'enregistrer des excédents notables du compte de transactions courantes en 2004, alors que le Royaume-Uni et la plupart des nouveaux États membres ont affiché des déficits qui, dans certains pays, ont été significatifs (cf. tableau 9). Seule exception, la Slovénie présente depuis plusieurs années un solde courant globalement équilibré. Des déficits particulièrement importants (proches de ou supérieurs à 10 % du PIB) ont été observés dans les États baltes et en Hongrie; en revanche, les déficits de la Slovaquie et de la Pologne, plus modérés, se sont inscrits en recul au cours des deux dernières années par rapport aux deux années précédentes.

Dans plusieurs nouveaux États membres, le creusement du déficit du compte de transactions courantes en 2004 a été consécutif à une forte croissance des importations, résultant du

dynamisme de la demande interne et du niveau élevé des cours du pétrole. D'autres facteurs structurels et temporaires ont également affecté les soldes courants. D'un point de vue structurel, ces déficits constituent une caractéristique normale des économies engagées dans un processus de rattrapage, comme tel est le cas des nouveaux États membres. S'ils sont susceptibles d'indiquer des problèmes de soutenabilité des comptes extérieurs, dans plusieurs nouveaux États membres, les déficits des transactions courantes s'expliquent, dans une certaine mesure, par une augmentation du déficit des revenus consécutive à des entrées antérieures d'investissements directs étrangers. De façon transitoire, le solde courant peut avoir été affecté par le processus d'adhésion à l'UE en tant que tel, les entreprises ayant, par exemple, accru leurs stocks en prévision d'une augmentation des tarifs douaniers.

Du côté du compte financier de la balance des paiements, en 2004, les entrées nettes d'investissements directs étrangers se sont légèrement raffermies dans la plupart des nouveaux États membres, après le ralentissement observé l'année précédente (cf. tableau 9). Parmi ces pays, seule la Slovénie a enregistré de faibles sorties nettes à ce titre en 2004. En ce qui concerne les autres États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, le Danemark et la Suède ont présenté des sorties nettes au cours de la même période, alors qu'au Royaume Uni, les flux nets

d'investissements directs étrangers sont devenus positifs après avoir affiché de modestes sorties nettes au cours des années précédentes. Globalement, les entrées nettes au titre des investissements directs étrangers ont constitué une source de financement importante au cours des dernières années pour un certain nombre d'États membres ne faisant pas partie de la zone euro, bien que dans la plupart des cas elles n'aient pas été suffisantes pour couvrir le déficit du compte de transactions courantes. Les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille et des « autres investissements » ont fourni des financements supplémentaires. Par conséquent, l'endettement extérieur de certains pays s'est également accru.

LE MCE II ET LES QUESTIONS RELATIVES AUX TAUX DE CHANGE

Le 28 juin 2004, l'Estonie, la Lituanie et la Slovénie ont rejoint le Danemark dans le MCE II. Ces nouveaux participants ont intégré le mécanisme avec une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$ autour de leur cours pivot vis-à-vis de l'euro, tandis que l'Estonie et la Lituanie ont conservé leur dispositif de caisse d'émission, qui constitue un engagement unilatéral. En vue d'assurer une participation satisfaisante au MCE II, les pays se sont fermement engagés à prendre les mesures nécessaires pour préserver la stabilité macroéconomique et des taux de change. L'encadré 10 fournit une vue d'ensemble des caractéristiques du MCE II.

Encadré 10

LES PRINCIPAUX ÉLÉMENTS DU MÉCANISME DE CHANGE II (MCE II)

Avec l'introduction de l'euro le 1^{er} janvier 1999, le mécanisme de change II (MCE II) a remplacé le Système monétaire européen (et son mécanisme de change) qui était en vigueur depuis 1979. Le MCE II est un dispositif multilatéral de taux de change fixes, mais ajustables, comportant des cours pivots bilatéraux entre l'euro et les monnaies participantes, et une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$ de part et d'autre de ces cours pivots.

La participation au MCE II sans connaître de tensions graves pendant deux ans au moins avant l'examen de la convergence économique constitue l'un des critères de convergence de Maastricht devant être satisfait pour adopter l'euro. Selon le raisonnement économique qui le sous-tend,

ce critère permet aux États membres n'appartenant pas à la zone euro d'orienter leurs politiques vers la stabilité et améliore les perspectives de réaliser une convergence durable des fondamentaux économiques.

Cette approche reflète la notion que les situations et les politiques économiques des États membres participants devraient être compatibles avec le maintien des cours pivots fixés. L'objectif global de ce processus est de favoriser la stabilité macroéconomique dans les nouveaux États membres de l'UE, et d'apporter ainsi la meilleure contribution possible à une croissance durable et à une convergence réelle. En outre, des politiques macroéconomiques saines et des taux de change stables favorisent le bon fonctionnement du marché intérieur.

Selon le Conseil des gouverneurs, le mécanisme, ainsi que l'orientation de la politique économique requise pour la participation, sont destinés à appuyer les efforts des États membres n'appartenant pas à la zone euro pour adopter l'euro, tout en traitant la relation complexe entre les données économiques fondamentales et la stabilité des taux de change¹.

Le mécanisme prévoit une série d'instruments qui peuvent être associés pour répondre aux pressions du marché : décisions de taux d'intérêt, flexibilité du taux de change au sein de la marge de fluctuation, interventions et, éventuellement, réajustements du cours pivot.

D'un point de vue opérationnel, les décisions concernant les cours pivots et la marge de fluctuation standard sont prises d'un commun accord par les ministres des pays de la zone euro, la BCE et les ministres et gouverneurs de banque centrale des États membres n'appartenant pas à la zone euro et participant au mécanisme. Le Conseil général est responsable de la surveillance du fonctionnement du MCE II et constitue une instance de coopération en matière monétaire et de taux de change. Il surveille attentivement, sur une base permanente, la viabilité des taux de change bilatéraux entre chaque monnaie participante et l'euro.

¹ Cf. également la *Position de principe du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne concernant les questions de taux de change relatives aux pays adhérents*, 18 décembre 2003

La participation au MCE II ne s'est accompagnée de tensions sur les marchés de change dans aucun des pays considérés. Les quatre monnaies du MCE II ont constamment été échangées à leur cours pivot ou à un niveau proche de celui-ci, tandis que les écarts de taux d'intérêt à court terme vis-à-vis de l'euro ont été faibles dans la plupart des pays (cf. tableau 10). Dans le contexte de l'entrée dans le MCE II, la Banka Slovenije a mis, de façon ordonnée, un terme à la tendance à la dépréciation progressive du tolar slovène contre euro.

La plupart des monnaies des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro se sont appréciées par rapport à l'euro en 2004 et ont également enregistré une appréciation significative en termes de taux de change

pondéré par les échanges commerciaux. L'affaiblissement de l'euro a été particulièrement prononcé vis-à-vis des monnaies de plusieurs des principaux nouveaux États membres, dans un contexte de perspectives de croissance assez favorables pour ces pays (cf. graphique 32). C'est le zloty polonais qui a enregistré la plus forte appréciation par rapport à l'euro en 2004, suivi par la couronne tchèque, la couronne slovaque et le forint hongrois. En revanche, le lat letton qui, en 2004, était partiellement rattaché au dollar des États-Unis par son régime de change, s'est déprécié par rapport à l'euro. Depuis début 2005, la Lettonie a modifié le régime du lat, auparavant rattaché au panier de monnaies composant le droit de tirage spécial (DTS), en l'ancrant désormais à l'euro, au cours

Tableau 10 Évolutions au sein du MCE II

(en points de pourcentage)	DKK	EEK	LTL	SIT
Divergence maximale par rapport aux cours pivots du MCE II¹⁾				
(moyenne mobile sur dix jours des données quotidiennes enregistrées pendant les jours ouvrés)				
Appréciation	+0,5	0,0	0,0	0,0
Dépréciation	0,0	0,0	0,0	-0,2
Écart de taux d'intérêt à court terme				
(données mensuelles, moyenne)				
Quatrième trimestre 2004	0,0	0,3	0,5	1,9
1) Périodes de référence : pour l'Estonie, la Lituanie et la Slovénie : 28 juin 2004 au 24 février 2005 ; pour le Danemark : 1 ^{er} novembre 2002 au 24 février 2005				

de LVL 0,702804 contre euro. Depuis cette modification, le lat a fluctué dans une bande étroite autour de son cours de rattachement à l'euro. La couronne suédoise, la livre maltaise et la livre chypriote ont affiché une relative stabilité par rapport à l'euro. La livre sterling s'est légèrement appréciée contre euro début 2004, dans un contexte de perspectives favorables pour l'économie du Royaume-Uni et de hausse des taux d'intérêt. Au second semestre de l'année, cependant, elle s'est dépréciée vis-à-vis de l'euro.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

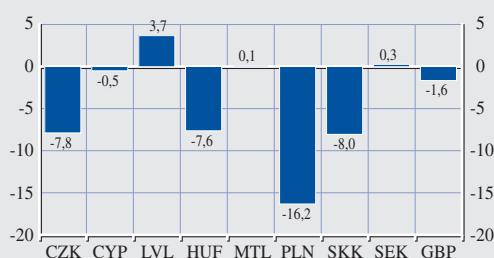
L'objectif principal de la politique monétaire de tous les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro est la stabilité des prix. Les stratégies de politique monétaire diffèrent

considérablement d'un pays à l'autre, reflétant l'hétérogénéité qui les caractérise en termes nominaux, réels et structurels (cf. tableau 11). En 2004, la politique monétaire et les régimes de change dans les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro n'ont guère varié, bien que certaines améliorations aient été apportées au cadre de la politique monétaire de plusieurs de ces pays en vue d'axer davantage celle-ci sur la future intégration monétaire. En particulier, l'Estonie, la Lituanie et la Slovénie ont intégré le MCE II le 28 juin 2004. De plus, en Lettonie, le lat, auparavant ancré sur le DTS, est désormais rattaché à l'euro, depuis le 1^{er} janvier 2005, à la suite d'une décision adoptée par la banque centrale.

S'agissant des décisions de politique monétaire en 2004 dans les pays dotés d'un objectif de taux de change, la banque centrale de Chypre a relevé son taux d'intervention de 100 points de base, pour le porter à 5,5 %, envoyant un signal de soutien à la livre chypriote, dans un contexte de rumeurs de dévaluation. De plus, un taux de réserves obligatoires de 2 % a été introduit pour les dépôts en devises. En Lettonie, la banque centrale a relevé son taux directeur de 100 points de base, le portant à 4 %. En vue de contenir les risques liés à la vigueur de la croissance économique, de celle du crédit et au creusement du déficit des transactions courantes, elle a également décidé de relever le taux de réserves obligatoires de 3 % à 4 % et d'étendre l'assiette des réserves en incluant les engagements bancaires à terme ou remboursables avec une

Graphique 32 Variations du taux de change de l'euro vis-à-vis des monnaies de l'UE n'appartenant pas au MCE II

(en pourcentage)



Source : BCE

Note : Une valeur positive (négative) indique une appréciation (dépréciation) de l'euro. Les variations portent sur la période comprise entre le 2 janvier 2004 et le 24 février 2005.

Tableau II Stratégies de politique monétaire officielles des États membres n'appartenant pas à la zone euro

	Stratégie de politique monétaire	Devise	Caractéristiques
République tchèque	Objectif d'inflation	Couronne tchèque	Objectif : 2 %-4 % à fin 2005, puis 3 % \pm 1 point de pourcentage. Régime de change : flottement (administré)
Danemark	Objectif de taux de change	Couronne danoise	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de \pm 2,25 % autour du cours pivot de DKK 7,46038 par euro.
Estonie	Objectif de taux de change	Couronne estonienne	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de \pm 15 % autour du cours pivot de EEK 15,6466 par euro. L'Estonie maintient son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Chypre	Objectif de taux de change	Livre chypriote	Rattachement à l'euro au cours de CYP 0,5853, avec une marge de fluctuation de \pm 15 %. La livre chypriote a <i>de facto</i> fluctué à l'intérieur d'une fourchette étroite.
Lettonie	Objectif de taux de change	Lat letton	Depuis février 1994, rattachement au DTS (pondération de l'euro : 36,4 %) avec une marge de fluctuation de \pm 1 %. Depuis le 1 ^{er} janvier 2005, rattachement à l'euro au cours de LVL 0,702804, avec une marge de fluctuation de \pm 1 %.
Lituanie	Objectif de taux de change	Litas lituanien	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de \pm 15 % autour du cours pivot de LTL 3,4528 par euro. La Lituanie maintient son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Hongrie	Objectif d'inflation avec une contrainte de taux de change	Forint hongrois	Objectif de taux de change : rattachement à l'euro au cours de HUF 282,36, avec une marge de fluctuation de \pm 15 %. Objectif d'inflation : 3,5 % (\pm 1 %) à fin 2004, 4 % (\pm 1 %) à fin 2005 et 3,5 % (\pm 1 %) à fin 2006.
Malte	Objectif de taux de change	Livre maltaise	Rattachement à un panier de devises (euro (70 %), livre sterling (20 %) et dollar US (10 %)). Pas de marge de fluctuation, mais une marge de négociation de \pm 0,25 % pour les opérations sur les marchés de change.
Pologne	Objectif d'inflation	Zloty polonais	Objectif d'inflation : 2,5 % \pm 1 point de pourcentage (évolution en glissement annuel de l'IPC) à compter de 2004. Régime de change : flottement libre
Slovénie	Stratégie à deux piliers avec suivi d'indicateurs monétaires, réels, externes et financiers de la situation macroéconomique	Tolar slovène	Participation au MCE II avec une marge de fluctuation de \pm 15 % autour d'un cours pivot de SIT 239,640 contre euro
Slovaquie	Cible d'inflation associée à un régime de flottement administré ¹⁾	Couronne slovaque	Objectif d'inflation : cible d'inflation fixée à 3,5 % (\pm 0,5 point de pourcentage) à fin 2005. Pour la période 2006-2008, l'objectif est une inflation inférieure à 2,5 % à fin 2006 et inférieure à 2 % à fin 2007 et au-delà. Régime de change : flottement administré
Suède	Objectif d'inflation	Couronne suédoise	Objectif d'inflation : augmentation de 2 % de l'IPC avec marge de tolérance de \pm 1 point de pourcentage. Régime de change : flottement libre
Royaume-Uni	Objectif d'inflation	Livre sterling	Objectif d'inflation : 2 %, mesurée par la hausse en glissement sur 12 mois de l'IPC ²⁾ . En cas d'écart supérieur à 1 point de pourcentage, le Gouverneur de la Banque d'Angleterre devra adresser une lettre ouverte au ministre des Finances. Régime de change : flottement libre

Source : SEBC

1) La formulation officielle de la Národná banka Slovenska est la suivante : « un objectif d'inflation dans les conditions du MCE II ».

2) L'IPC est identique à l'IPCH.

période de préavis inférieure ou égale à deux ans vis-à-vis des banques étrangères et des banques centrales étrangères. À Malte, le taux directeur est demeuré inchangé à 3 % sur l'ensemble de 2004.

En ce qui concerne les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro et dotés d'une stratégie de ciblage de l'inflation, la République tchèque et la Pologne ont relevé leurs taux d'intérêt en 2004 en vue de contenir les tensions inflationnistes et de limiter les éventuels effets de second tour liés à l'augmentation des taux d'inflation. En République tchèque, le taux directeur a été relevé de 50 points de base pour être porté à 2,5 %, avant d'être ramené à 2,25 % en janvier 2005, et en Pologne, ce taux a été relevé de 125 points de base pour s'établir à 6,5 %. Au Royaume-Uni, le taux des pensions a été majoré de 100 points de base, pour atteindre 4,75 %, principalement en raison d'une détérioration des perspectives relatives aux prix à la consommation. En revanche, la Hongrie, qui associe un objectif d'inflation à une contrainte de taux de change, a réduit ses taux d'intérêt de 300 points de base au total pour les ramener à 9,5 % en 2004 puis à 8,25 % en février 2005. La diminution progressive des taux d'intérêt en 2004 a ainsi annulé la hausse exceptionnelle de 300 points de base intervenue en novembre 2003 après une brutale détérioration de la confiance des investisseurs. Cette évolution a été permise par l'atténuation de la perception du risque à court terme, une amélioration des perspectives d'inflation et la relative atonie des évolutions salariales dans le secteur privé. En Slovaquie, la tendance à l'appréciation de la couronne a été le principal facteur à l'origine de la décision de réduire le taux directeur de 200 points de base au total, pour le ramener à 4 %. En Suède, au regard de tensions inflationnistes limitées, les taux d'intérêt ont été abaissés de 75 points de base, pour revenir à 2 %.

LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

En 2004, les évolutions des rendements obligataires à long terme ont été contrastées dans les États membres de l'UE ne faisant pas

partie de la zone euro. Les taux d'intérêt à long terme, mesurés par les rendements des emprunts publics de référence à dix ans, ont augmenté à Chypre, en République tchèque et en Pologne, mais ont amorcé un recul à fin 2004. Dès lors, les écarts de rendement obligataires vis-à-vis de la zone euro se sont accrûs dans ces pays. En Hongrie, les rendements obligataires à long terme ont été relativement volatils, avec une tendance baissière au second semestre 2004, alors qu'en Lettonie, Lituanie, Slovénie et Slovaquie, les taux d'intérêt à long terme ont continué à fléchir courant 2004, l'écart vis-à-vis de la zone euro ayant ainsi diminué, en particulier dans les pays participant au MCE II. À Malte, les taux d'intérêt à long terme ont été stables, alors qu'au Danemark, en Suède et au Royaume-Uni, ils ont évolué parallèlement aux taux de la zone euro comme l'indique la stabilité affichée par les écarts de rendement obligataires.⁵

Les marchés boursiers des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro sont restés bien orientés en 2004, certains indices boursiers, en particulier ceux de la plupart des nouveaux États membres, ayant atteint des niveaux record et enregistré des progressions annuelles comprises entre 20 % et 80 %. Les marchés boursiers de tous les nouveaux États membres, à l'exception de Chypre, ont réalisé une performance nettement supérieure à celle des marchés boursiers de la zone euro, mesurée par l'indice Dow Jones EuroStoxx. Les marchés boursiers du Danemark, de Suède et du Royaume-Uni ont, dans l'ensemble, continué de suivre l'évolution de l'indice Dow Jones EuroStoxx, les deux premiers pays affichant une performance légèrement supérieure et le dernier légèrement inférieure à l'indice de la zone euro.

⁵ L'Estonie ne dispose pas d'un marché développé pour les emprunts d'État à long terme libellés en monnaie nationale. Un indicateur approximatif pour les taux à long terme en Estonie, qui a été élaboré conjointement par la Commission européenne, la BCE et l'Eesti Pank, et qui repose sur une moyenne pondérée des taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats libellés en monnaie nationale à échéance supérieure à cinq ans, fait état d'une tendance baissière en 2004.

Artiste

Isa Dahl

Titre

“eben still”, 2004

Support

Huile sur toile

Format

ø 190 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



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

La principale mission opérationnelle de l'Eurosystème est la mise en œuvre de la politique monétaire. Le cadre opérationnel que l'Eurosystème a mis en place à cet effet consiste en trois catégories d'instruments : les opérations d'*open market*, les facilités permanentes et le système des réserves obligatoires. Toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème doivent être couvertes par des garanties appropriées livrées par les contreparties¹. En 2004, l'Eurosystème a pris d'importantes mesures en vue de l'établissement d'une liste unique des garanties.

LES PREMIÈRES LEÇONS DU NOUVEAU CADRE DE MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le cadre opérationnel a continué de bien fonctionner en 2004, assurant la stabilité des taux à court terme du marché monétaire et indiquant clairement l'orientation de la politique monétaire. Afin d'améliorer encore la mise en œuvre de la politique monétaire, deux changements importants ont été apportés le 9 mars 2004.

- Le calendrier de la période de constitution des réserves a été modifié de telle sorte 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 doit être prise la décision mensuelle relative à l'orientation de la politique monétaire. Précédemment, la période de constitution des réserves débutait le 24^e jour d'un mois pour s'achever le 23^e jour du mois suivant, sans tenir compte du calendrier des réunions du Conseil des gouverneurs. En outre, les modifications des taux des facilités permanentes interviennent désormais, en principe, le premier jour d'une nouvelle période de constitution des réserves. Auparavant, les modifications de ces taux entraient en vigueur le jour suivant la réunion du Conseil des gouverneurs.
- La durée des opérations principales de refinancement a été ramenée de deux semaines à une semaine. Associé aux

modifications susmentionnées, ce changement implique que les opérations principales de refinancement effectuées au cours d'une période de constitution des réserves donnée ne s'étendent plus à la période de constitution des réserves suivante.

L'objectif de ces modifications était d'aligner la périodicité de la constitution des réserves sur celle de la prise des décisions en matière de taux d'intérêt, garantissant ainsi, en principe, que les modifications des taux directeurs de la BCE ne prennent effet qu'au début de la période de constitution des réserves suivante. Ce faisant, la BCE veut supprimer les anticipations de modification des taux directeurs pendant une période de constitution des réserves et stabiliser ainsi le comportement en matière de soumission des opérateurs de marché participant à l'opération principale de refinancement. Auparavant, de telles anticipations ont parfois déstabilisé les soumissions des contreparties participant à l'opération principale de refinancement. En particulier lorsqu'une réduction imminente des taux d'intérêt était anticipée, les contreparties soumissionnaient pour des montants inférieurs à ceux que la BCE avait l'intention d'allouer. Ce phénomène, appelé sous-soumission, reflétait la tentative des contreparties de remplir leurs obligations de réserves au moindre coût, c'est-à-dire après une éventuelle réduction des taux d'intérêt.

Par ailleurs, la communication avec les contreparties a été renforcée. Les jours d'annonce d'une opération principale de refinancement, la BCE continue de publier la prévision relative aux facteurs autonomes de la liquidité qui ne dépendent pas directement de la gestion de la liquidité par la BCE, comme les billets en circulation, les dépôts des administrations publiques et les réserves nettes de change. De plus, la BCE a commencé à

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 2005) fournit une description détaillée du cadre opérationnel.

publier une prévision actualisée le jour de l'adjudication. La BCE communique désormais également le montant de référence, le jour de l'annonce comme le jour de l'adjudication. Le montant de référence est le montant alloué qui permet au système bancaire de la zone euro dans son ensemble de respecter, sans tension, ses obligations de réserves, compte tenu de la prévision complète de liquidité de l'Eurosystème, c'est-à-dire y compris les facteurs autonomes et les réserves excédentaires. Ainsi améliorée, la communication indique clairement au marché si les décisions d'adjudication de la BCE en matière d'opérations principales de refinancement visent à équilibrer la liquidité ou non.

La mise en œuvre de ces modifications s'est déroulée sans heurt. Le raccourcissement de la durée des opérations principales de refinancement, qui a été ramenée de deux semaines à une semaine, et l'élimination du chevauchement des opérations a entraîné un doublement immédiat du volume de chaque opération principale de refinancement. Le comportement en matière de soumission des contreparties s'est rapidement adapté à la forte augmentation du volume moyen des adjudications, même si le montant total des soumissions lors de la troisième opération principale de refinancement d'une échéance d'une semaine a été inférieur de 5 milliards d'euros au montant de référence. Le montant total des soumissions dans le cadre des opérations principales de refinancement s'est ensuite rapidement accru, atteignant régulièrement des niveaux supérieurs au volume de l'adjudication, et a atteint un pic de 384 milliards d'euros environ en novembre 2004 (cf. graphique 33). Dans l'ensemble, le taux de couverture des appels d'offres, qui est le ratio des soumissions présentées par rapport aux soumissions satisfaites, a été adéquat, variant presque constamment entre 1,20 et 1,50 depuis mars 2004. L'adaptation sans heurt des volumes des soumissions des opérateurs de marché indique également que l'augmentation de la rotation des garanties induite par le raccourcissement de l'échéance des opérations

Graphique 33 Opérations principales de refinancement hebdomadaires : soumissions et montants alloués en 2004

(montants en milliards d'euros)

— Montants alloués
••• Soumissions



Source : BCE

principales de refinancement a été bien gérée par les établissements de crédit.

Depuis que ces modifications sont entrées en vigueur, les fluctuations à court terme du volume des adjudications ont diminué. Entre juin 2000 et mars 2004, la variation hebdomadaire moyenne des adjudications s'est élevée à 33 milliards d'euros : ce chiffre est retombé à 7 milliards d'euros au cours de la période comprise entre la mise en œuvre des modifications et décembre 2004. Cette réduction peut être imputée au fait que l'échéance des opérations principales de refinancement est à présent toujours alignée sur l'horizon temporel de la liquidité visée par la BCE dans le cadre de l'adjudication. En outre, la contraction de la fluctuation à court terme du volume des adjudications a contribué à une stabilisation des soumissions des établissements de crédit dans le cadre des opérations principales de refinancement.

Environ 2 100 établissements de crédit de la zone euro ont la possibilité de participer aux opérations principales de refinancement. Le nombre moyen des soumissionnaires dans le cadre des opérations principales de refinancement est passé de 266 en 2003 à 339 en 2004, inversant ainsi la tendance baissière observée depuis 1999. Entre mars et décembre 2004, c'est-à-dire après que les

modifications apportées au cadre opérationnel ont été mises en œuvre, le nombre moyen des soumissionnaires a atteint 351. Cette hausse est probablement surtout la conséquence du raccourcissement de la durée des opérations principales de refinancement, qui est revenue de deux semaines à une semaine, ce qui implique que les banques doivent désormais soumettre une offre chaque semaine et non plus une semaine sur deux pour satisfaire leurs besoins de refinancement. Il est toutefois possible que la transparence et la simplicité accrues du nouveau cadre aient facilité la préparation des soumissions des contreparties et aient donc aussi renforcé leur participation aux appels d'offres.

Dans l'ensemble, la volatilité de l'Eonia a reculé en 2004. L'écart-type de la différence entre l'Eonia et le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement s'est élevé à 9 points de base en 2004, contre 16 points de base en 2003 et 13 points de base en 2002. Une forte volatilité a toutefois été observée après le règlement de la dernière opération principale de refinancement de certaines périodes de constitution des réserves. C'est là une conséquence du fait que l'adjudication de la dernière opération principale de refinancement survient désormais généralement huit jours avant la fin de la période de constitution des réserves, alors qu'antérieurement le moment de la dernière adjudication variait d'un mois à l'autre d'entre huit et deux jours avant la fin de la période de constitution des réserves. Plus la prévision concernée est proche de la fin de la période de constitution des réserves, plus elle est précise. Par conséquent, les modifications apportées au cadre opérationnel donnent lieu à une probabilité accrue d'accumulation d'importants déséquilibres de liquidité après l'adjudication de la dernière opération principale de refinancement d'une période de constitution des réserves, et donc d'un taux au jour le jour s'écartant plus tôt et dans de plus grandes proportions que précédemment du taux de soumission minimal.

Le renforcement de la politique de communication de la BCE contribue à modérer ce risque dans la mesure où celle-ci permet aux opérateurs de marché de déceler un peu plus facilement un déséquilibre de liquidité donné depuis l'adjudication de la dernière opération principale de refinancement de la période de constitution des réserves. Il est toutefois apparu, en particulier à l'automne 2004, qu'une volatilité excessive du taux au jour le jour à la fin de la période de constitution des réserves peut avoir un effet quelque peu déstabilisateur sur le bon fonctionnement du marché monétaire. La BCE poursuivant l'objectif de créer des conditions de liquidité neutres sur le marché au jour le jour, elle a réagi à ces évolutions en procédant à des opérations de réglage fin le dernier jour de cinq périodes de constitution de réserves, afin de compenser les déséquilibres de liquidité indésirables attendus qui avaient essentiellement résulté des modifications de la prévision de l'Eurosystème relative aux facteurs autonomes. Deux opérations ont été destinées à retirer de la liquidité (11 mai et 7 décembre 2004) et trois à fournir de la liquidité (8 novembre 2004, 18 janvier et 7 février 2005). Ces opérations sont parvenues à rétablir des conditions de liquidité neutres à la fin des périodes de constitution des réserves concernées.

Les modifications du cadre opérationnel ont également eu des conséquences sur la conduite des opérations de refinancement à plus long terme. En vue de perturber le moins possible le calendrier des opérations de refinancement à plus long terme, le lien technique entre les périodes de constitution et les jours d'adjudication des opérations de refinancement à plus long terme a été supprimé. Depuis le 26 février 2004, les opérations de refinancement à plus long terme sont normalement adjudiquées le dernier mercredi du mois (et non plus le premier mercredi de la période de constitution). Contrairement aux opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme, d'une fréquence mensuelle et d'une durée normale de trois mois, ne sont pas destinées à

donner des signaux sur l'orientation de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs et sont effectuées sous la forme d'opérations d'appels d'offres classiques à taux variable assorties de montants préannoncés. En moyenne, en 2004, les opérations de refinancement à plus long terme ont représenté environ 23 % des liquidités nettes totales allouées par le biais d'opérations *d'open market*. Compte tenu des besoins de refinancement accusés du système bancaire de la zone euro attendus, le volume adjugé lors des opérations de refinancement à plus long terme est passé de 20 milliards d'euros à 25 milliards d'euros en janvier 2004, et de 25 milliards d'euros à 30 milliards d'euros en janvier 2005.

L'ÉVOLUTION DES BESOINS DE REFINANCEMENT

Pour préparer ses appels d'offres hebdomadaires, la BCE suit quotidiennement les besoins de refinancement du système bancaire de la zone euro, qui se définissent comme la somme des réserves obligatoires imposées aux banques, des réserves excédentaires (celles que les établissements de crédit détiennent en sus des réserves obligatoires) et des facteurs autonomes nets. Les besoins de refinancement journaliers moyens du système bancaire de la zone euro se sont élevés à 311,8 milliards d'euros en 2004, ce qui représente une hausse de 30 % par rapport à 2003, lorsqu'ils atteignaient 241,5 milliards d'euros (cf. partie supérieure du graphique 34).

En 2004, les facteurs autonomes nets ont continué de vivement progresser, s'établissant en moyenne à 174,2 milliards d'euros, contre 109,3 milliards en 2003. Cette forte hausse est due presque exclusivement à la poursuite de la croissance vigoureuse de la circulation des billets, qui a été, en rythme annuel, de presque 15 % en 2004, pour atteindre un record de 505 milliards d'euros le 24 décembre 2004 (cf. partie inférieure du graphique 34).

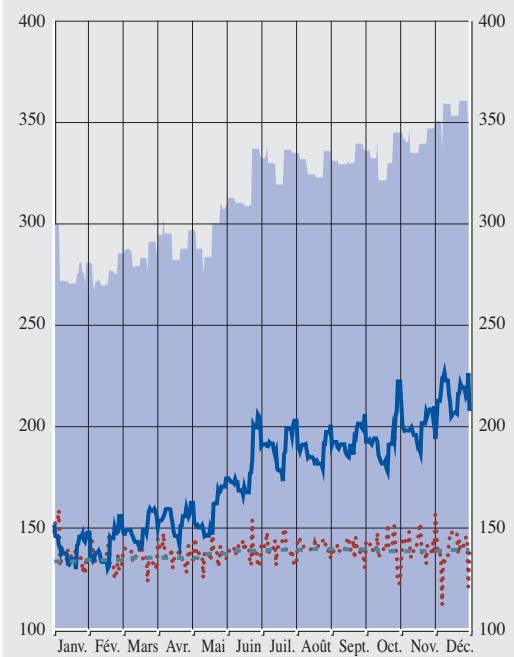
Les réserves obligatoires que les établissements de crédit de la zone euro doivent détenir auprès de l'Eurosystème se calculent en appliquant le coefficient de réserves de 2 % à l'assiette des

Graphique 34 Facteurs de la liquidité et évolution des billets en circulation dans la zone euro en 2004

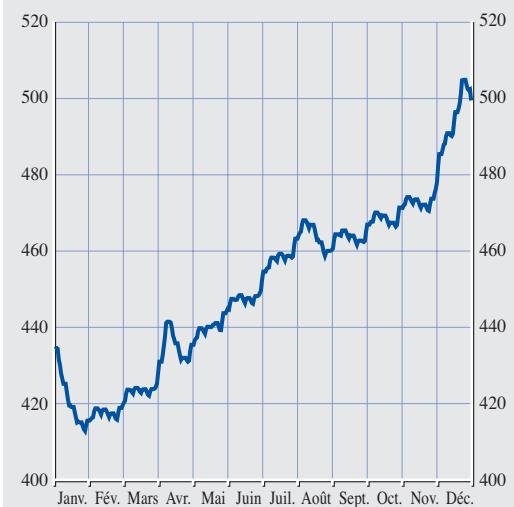
(montants en milliards d'euros)

■ Déficit de liquidité
— Facteurs autonomes
··· Comptes courants
- - - Réserves obligatoires

Facteurs de la liquidité



Billets en circulation



Source : BCE

réserves des établissements de crédit. En 2004, les réserves obligatoires ont représenté 44 % 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 est passé de 130,9 milliards d'euros en 2003 à 136,5 milliards d'euros en 2004, soit une progression qui correspond à l'expansion de l'assiette des réserves. Les avoirs en compte courant moyens que les établissements de crédit détenaient en sus des réserves obligatoires se sont élevés à 0,6 milliard d'euros en 2004, contre 0,7 milliard en 2003.

LES ACTIFS ADMIS EN GARANTIE DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

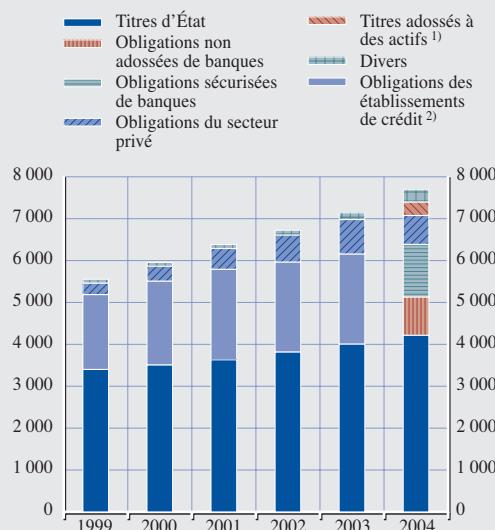
Afin de couvrir l'Eurosystème contre des pertes éventuelles, toutes les opérations de crédit doivent s'appuyer sur des garanties appropriées. Une large gamme d'actifs est acceptée en garantie. Elle consiste pour l'essentiel en des

titres de créance négociables qui remplissent des critères d'éligibilité valables pour l'ensemble de la zone euro, que l'on désigne sous le terme d'actifs de « niveau 1 ». Le « niveau 2 » est constitué d'actifs supplémentaires, négociables ou non, qui revêtent une importance particulière pour certains marchés de capitaux et systèmes bancaires nationaux.

La valeur moyenne des garanties négociables éligibles aux concours de l'Eurosystème s'établissait à 7 700 milliards d'euros en 2004, contre 7 100 milliards en 2003 (cf. graphique 35). La majorité des actifs négociables a pris la forme de titres publics (54 %) ou d'obligations, sécurisées (c'est-à-dire les titres du type *Pfandbriefe*) ou non, émises par les établissements de crédit (28 %). De plus, une vive croissance des créances titrisées a été observée, qui représentaient 5 % de l'encours des garanties négociables à fin 2004. La valeur

Graphique 35 Garanties négociables éligibles

(encours nominal en milliards d'euros)



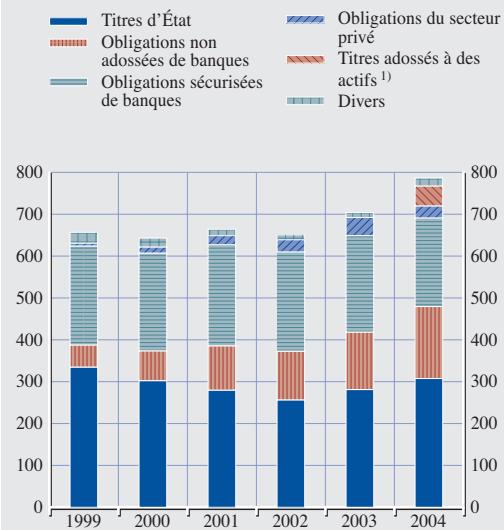
Source : BCE

1) Les données spécifiques aux titres adossés à des actifs ne sont disponibles qu'à partir de 2004 ; pour la période antérieure, elles sont regroupées avec les obligations du secteur privé.

2) Dans cette catégorie d'actifs figurent les obligations sécurisées et les obligations non adossées émises par les établissements de crédit.

Graphique 36 Utilisation des garanties négociables

(encours nominal en milliards d'euros)



Source : BCE

1) Les données spécifiques aux titres adossés à des actifs ne sont disponibles qu'à partir de 2004 ; pour la période antérieure, elles sont regroupées avec les obligations du secteur privé.

moyenne des actifs négociables livrés par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème s'établissait à 787 milliards d'euros en 2004, contre 704 milliards en 2003 (cf. graphique 36). Par rapport au volume éligible total, les titres des administrations publiques et des sociétés ont été livrés de manière moins que proportionnelle en garantie des concours de l'Eurosystème. À l'inverse, les titres émis par les établissements de crédit et les créances titrisées l'ont été de manière plus que proportionnelle. De plus amples informations à propos de l'utilisation transfrontière d'actifs éligibles sont présentées à la section 2 du présent chapitre.

VERS UNE LISTE UNIQUE DES GARANTIES

Le système actuel des garanties à deux niveaux a contribué au bon fonctionnement du cadre opérationnel de l'Eurosystème durant ses premières années d'existence. Toutefois, dans le contexte de l'intégration croissante des marchés financiers dans la zone euro, l'hétérogénéité des actifs de niveau 2 repris dans les listes des différentes BCN de la zone euro pourrait nuire à l'égalité de traitement des contreparties et réduire la transparence du dispositif de garanties. De plus, la demande de garanties est en hausse, en particulier parce que le besoin de refinancement du système bancaire s'est accru en 2004. La tendance à garantir les prêts dans les marchés interbancaires privés a elle aussi augmenté les besoins de garanties des contreparties.

Pour traiter ces problèmes, l'Eurosystème a décidé d'établir à terme une liste unique des garanties éligibles à tous ses concours, en prenant en compte les résultats d'une consultation publique. La liste unique sera introduite progressivement et elle remplacera en définitive le système à deux niveaux actuel. La première étape vers l'établissement de la liste unique entrera en vigueur le 30 mai 2005. Elle consiste en trois éléments:

- L'inclusion dans la catégorie de niveau 1 de nouveaux instruments qui ne sont actuellement pas éligibles, à savoir les titres

de créance libellés en euros émis par des entités implantées dans des pays du G10 qui ne font pas partie de l'EEE (États-Unis, Canada, Japon et Suisse).

- Les titres de créance qui ne sont enregistrés ou cotés que sur des marchés non réglementés deviendront ou resteront éligibles si le marché non réglementé concerné a été jugé conforme par l'Eurosystème aux normes de sécurité, de transparence et d'accessibilité. Ces normes ont été introduites en vue d'élargir le nombre de marchés pouvant être admis tout en assurant une évaluation sans heurt et efficace des garanties de l'Eurosystème.
- Un nombre très restreint de titres de créance négociables perdront progressivement leur éligibilité. En outre, les actions ont été retirées de la liste des actifs de niveau 2.

Dans une deuxième étape vers une liste unique des garanties, le Conseil des gouverneurs a donné son approbation de principe à l'inclusion dans la liste unique des prêts bancaires de tous les pays de la zone euro, ainsi que des titres de créance non négociables adossés à des créances hypothécaires des particuliers, qui ne comportent aujourd'hui que les billets à ordre irlandais adossés à des créances hypothécaires. La principale raison pour accepter les prêts bancaires est que, en dépit du rôle croissant des marchés de capitaux, le système financier de la zone euro repose toujours dans une large mesure sur l'intermédiation bancaire, les prêts bancaires demeurant la plus importante catégorie d'actifs au bilan des banques. En acceptant les prêts bancaires en garantie, l'Eurosystème réaffirme sa volonté d'assurer aux contreparties un large accès aux opérations de politique monétaire et de crédit intrajournalier.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

La gestion des risques dans le contexte des opérations de la politique de l'Eurosystème (c'est-à-dire les opérations de crédit dans le cadre de la politique monétaire ou des systèmes de paiement) concerne essentiellement le risque

de crédit que l'Eurosystème encourt lorsqu'il fournit de la liquidité de banque centrale à une contrepartie, même si d'autres types de risques sont également pris en compte.

Une analyse approfondie relative à l'inclusion des prêts bancaires dans la liste unique des garanties a été effectuée en 2004. Étant donné que les sociétés débitrices ne sont souvent pas notées, il faudra recourir à d'autres sources d'évaluation de la qualité de crédit des prêts bancaires. Même si les BCN qui acceptent déjà les prêts bancaires en garantie de niveau 2 ont élaboré des systèmes d'évaluation interne du crédit, il faudra instaurer d'autres sources d'évaluation du risque de crédit des prêts bancaires lorsque ces derniers auront été inclus à la liste unique pour l'ensemble de l'Eurosystème. Le développement et la mise en œuvre d'un cadre d'évaluation cohérent et efficace du risque de crédit en ce qui concerne les actifs négociables et, surtout, non négociables devrait représenter un important défi pour l'Eurosystème dans les années à venir.

1.2 LES OPÉRATIONS DE CHANGE

En 2004, la BCE n'a procédé à aucune intervention sur le marché de change pour des raisons de politique monétaire. Ses opérations de change n'ont concerné que son activité de placement. Par ailleurs, la BCE n'a procédé à aucune opération de change dans une des monnaies hors euro participant au MCE II.

L'accord permanent entre la BCE et le FMI, 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 quatre occasions en 2004.

1.3 LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT

LA GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE

Le portefeuille de réserves de change de la BCE se compose des contributions aux réserves de change des BCN de la zone euro. Il sert à financer les opérations de la BCE sur le marché de change. La BCE détient plus particulièrement la part des réserves de l'Eurosystème qui peuvent servir directement et sans délai à financer les interventions sur le marché de change, et elle peut également faire appel à des réserves de change supplémentaires auprès des BCN lorsqu'il lui faut reconstituer ses avoirs.

Le portefeuille de réserves de change de la BCE consiste essentiellement en dollars des États-Unis, mais il inclut également des yens, de l'or et des DTS. Conformément à l'accord du 26 septembre 1999 sur les avoirs en or des banques centrales, qui a été renouvelé le 8 mars 2004, les avoirs en or n'ont pas fait l'objet d'une gestion active en 2004. La valeur des avoirs nets de réserve de change de la BCE est revenue de 38,3 milliards d'euros à 36,3 milliards en 2004, essentiellement en raison de la dépréciation du dollar des États-Unis vis-à-vis de l'euro.

Chaque BCN de la zone euro gère actuellement une part des portefeuilles en dollars des États-Unis et en yens de la BCE. L'Eurosystème a examiné cette structure en 2004 aux fins de préserver son efficacité, en particulier dans la perspective du futur élargissement de la zone euro. Le nouveau système, dont la mise au point est en cours, sera mis en œuvre en 2006 et entraînera une spécialisation par monnaie de la gestion des portefeuilles entre les membres de l'Eurosystème, dans le strict respect du principe de décentralisation.

En 2004, des préparatifs ont été entamés qui visaient à inclure dans les activités de placement les *swaps* de taux d'intérêt, les instruments sécurisés en devises et les titres scindés américains (STRIP)². En outre, les modèles de

2 Acronyme de *Separate Trading of Registered Interest and Principal*



prévision quantitatifs des rendements des emprunts publics ont accru la sophistication de l'analyse des évolutions du marché. Enfin, un exercice pilote, qui devrait démarrer en 2005, a été mis au point pour développer un programme automatique de prêts de titres pour le portefeuille libellé en dollars des États-Unis.

LA GESTION DES FONDS PROPRES

Le portefeuille de fonds propres de la BCE consiste dans la part libérée du capital souscrit et le fonds de réserve général. 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. En 2004, les options de placement du portefeuille de fonds propres ont été élargies aux titres à revenu fixe libellés en euros émis par certains nouveaux États membres, à certains emprunts émis par des administrations régionales de la zone euro et à un plus grand nombre d'obligations sécurisées.

En 2004, le portefeuille de fonds propres de la BCE s'est accru de 0,3 milliard d'euros, passant à 6,2 milliards. En particulier, la part libérée du capital a progressé de 63,5 millions d'euros à la suite de l'élargissement de l'UE et aux modifications de la clé de répartition du capital de la BCE.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

Dans le cadre de la gestion de ses portefeuilles de placement (réserves de change et fonds propres), la BCE est exposée à des risques financiers. Pour gérer ces risques, la BCE

définit un cadre qui traduit ses préférences en matière de risque de crédit, de risque de liquidité et de risque de marché. Ce cadre est mis en œuvre, entre autres, par un système précis de limites, dont le respect est surveillé et vérifié quotidiennement. En prévision de l'élargissement ultérieur de la zone euro, des travaux ont été menés en 2004 en vue de simplifier le cadre en matière de risque de crédit et de risque de marché.

2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES

Une des missions statutaires de l'Eurosystème est de promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Le principal instrument dont il dispose pour mener à bien cette mission – outre sa fonction de surveillance – est l'offre de dispositifs de paiement et de règlement de titres. Pour ce faire, l'Eurosystème a créé le Système européen de transfert de montants élevés à règlement brut en temps réel, appelé *Target*, pour les paiements de montants élevés en euros. 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.

2.1 LE SYSTÈME TARGET

Le système *Target* actuel est un « système de systèmes » composé des systèmes de paiement nationaux des quinze pays qui étaient membres de l'UE lors du lancement de *Target*, du mécanisme de paiement de la BCE (EPM) ainsi que d'un mécanisme d'interconnexion permettant le traitement des paiements entre les systèmes ainsi reliés. En 2004, *Target* a continué de 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 également une grande diversité d'autres paiements.

Target a fonctionné régulièrement et avec succès en 2004 et a assuré le règlement d'un 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, qui est un moyen de paiement extrêmement sûr.

En 2004, 88 % du volume total des paiements de gros montants en euros ont été traités par *Target*. Le système *Target* est disponible pour tous les virements en euros effectués entre des banques situées dans n'importe quel État membre dont la BCN est reliée, directement ou non, à *Target*. Ces virements peuvent s'effectuer à la fois entre des banques établies dans le même État membre (flux nationaux) et entre celles implantées dans des États membres différents (flux transfrontières). La dernière enquête de 2004 fait apparaître que le nombre de participants à *Target* s'est élevé à 10 483, soit environ trois fois plus qu'en 2002. Cette progression reflète principalement l'introduction d'une nouvelle méthodologie pour définir les participants à *Target*. Au total, des messages *Target* peuvent être adressés à quelque 48 500 établissements, et plus particulièrement à des succursales des participants, grâce à un code d'identification bancaire (BIC – *Bank Identifier Code*).

LE FONCTIONNEMENT DE TARGET

En 2004, le système *Target* a traité, en moyenne quotidienne, 267 234 paiements, pour un montant total journalier de 1 714 milliards d'euros, soit une hausse de 2 % en volume et de 4 % en valeur par rapport à 2003.

En 2004, les flux transfrontières ont représenté 33 % en valeur et 24 % en volume du total des flux enregistrés dans *Target*, contre respectivement 33 % et 23 % en 2003. Les transactions interbancaires ont représenté 95 % des paiements *Target* transfrontières en valeur et 49 % 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 sur les flux de paiements sont présentées au tableau 12.

En 2004, la disponibilité globale du système *Target*, c'est-à-dire la mesure dans laquelle les participants ont eu la possibilité d'utiliser le système sans incident pendant les heures d'ouverture de celui-ci, a atteint 99,81 %. En

Tableau I2 Flux de paiements dans Target¹⁾			
En volume (Nombre de transactions)	2003	2004	Variations (en pourcentage)
Ensemble des paiements			
Total	66 608 000	69 213 486	4
Moyenne quotidienne	261 208	267 234	2
Paiements Target intra État membre			
Total	51 354 924	52 368 115	2
Moyenne quotidienne	201 392	202 193	0
Paiements Target inter États membres			
Total	15 253 076	16 845 371	10
Moyenne quotidienne	59 816	65 040	9
 En valeur (milliards d'euros)			
En valeur (milliards d'euros)	2003	2004	Variations (en pourcentage)
Ensemble des paiements			
Total	420 749	443 992	6
Moyenne quotidienne	1 650	1 714	4
Paiements Target intra État membre			
Total	283 871	297 856	5
Moyenne quotidienne	1 113	1 150	3
Paiements Target inter États membres			
Total	136 878	146 137	7
Moyenne quotidienne	537	564	5

Source : BCE
1) 255 jours de fonctionnement en 2003 et 259 en 2004

moyenne, 95,87 % des paiements transfrontières ont été effectués dans un délai de cinq minutes. Des informations plus détaillées sont présentées au tableau 13.

Tout au long de 2004, les modifications nécessaires dans le cadre de la migration vers le nouveau système de messagerie, SWIFTNet FIN, se sont poursuivies, et toutes les composantes de Target ont migré avec succès.

LES DISPOSITIONS RELATIVES AUX PAIEMENTS D'IMPORTANCE SYSTÉMIQUE DANS TARGET

Compte tenu du rôle-clé de Target sur le marché et de sa large couverture de marché, une protection efficace contre une large palette de risques est essentielle à la fiabilité et au bon fonctionnement du système. Il est extrêmement important que les paiements d'importance

Tableau I3 Disponibilité globale de Target	
(en pourcentage)	
Système RTGS	2004
EPM (BCE)	99,48
ELLIPS (BE)	99,88
KRONOS (DK)	99,85
RTGSplus (DE)	99,37
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,89
TBF (FR)	99,94
IRIS (IE)	99,59
BI-REL (IT)	99,91
LIPS-Gross (LU)	99,97
TOP (NL)	99,98
ARTIS (AT)	99,87
SPGT (PT)	99,86
BOF-RTGS (FI)	99,85
E-RIX (SE)	99,74
CHAPS Euro (UK)	99,95
Disponibilité globale du système	99,81

Source : BCE

systémique, c'est-à-dire les paiements qui impliquent un risque systémique s'ils ne sont pas traités dans les délais voulus, soient effectués sans délai, même dans des circonstances exceptionnelles. L'Eurosystème a mis en place des procédures de secours afin de garantir que ces paiements soient traités de manière ordonnée, même en cas de dysfonctionnement du système Target. En 2004, les banques centrales ont procédé à des essais (qui impliquaient souvent des banques commerciales) qui ont prouvé l'efficacité des procédures de secours du système Target et ont confirmé que l'Eurosystème est à même de garantir le bon fonctionnement des systèmes de paiement et des marchés financiers en cas de crise.

LA CONNEXION À TARGET DES NOUVEAUX ÉTATS MEMBRES DE L'UE

En octobre 2002, le Conseil des gouverneurs a décidé que, à la suite de l'élargissement de l'UE, l'Eurosystème connecterait les systèmes de règlement brut en temps réel (RBTR/RTGS) des BCN des nouveaux États membres à Target à la demande de celles-ci. Vu la courte durée de vie restante du système Target actuel et afin de réduire les coûts, l'Eurosystème a mis en place d'autres solutions que la pleine intégration qui permettent aux systèmes RTGS des nouveaux

États membres d'être connectés au système *Target* actuel. Par exemple, la solution envisagée pour SORBNET-EURO, le système RTGS en euros de la banque centrale de Pologne est une connexion par l'intermédiaire d'une BCN de la zone euro. La connexion sera établie en 2005 et passera par la Banque d'Italie.

LES RELATIONS AVEC LES UTILISATEURS DE *TARGET* ET LES OPÉRATEURS DE SYSTÈMES DE RÈGLEMENT BRUT EN TEMPS RÉEL 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. En 2004, comme les années précédentes, des réunions des quinze BCN reliées à *Target* et des groupes d'utilisateurs nationaux de *Target* ont régulièrement eu lieu. En outre, des réunions mixtes du *Target Management Working Group* du SEBC et du *Target Working Group*, 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*, 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 RTGS les plus importants au monde, l'Eurosystème entretient des contacts étroits avec les opérateurs de systèmes RTGS d'autres zones monétaires. Les interconnexions croissantes, dues par exemple aux activités du système *Continuous Linked Settlement* (CLS), nécessitent des échanges de vue sur toute question pratique.

2.2 *TARGET 2*

En décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a accepté l'offre conjointe faite par la Banca d'Italia, la Deutsche Bundesbank et la Banque de France visant à construire la plate-forme partagée unique de *Target 2*, et à la développer

et l'exploiter pour le compte de l'Eurosystème. Cette décision va conduire à une révision fondamentale de l'architecture de *Target*, qui rassemble actuellement plusieurs systèmes RTGS interconnectés, gérés par les BCN et la BCE. *Target 2* proposera aux utilisateurs de *Target* un niveau de service plus élevé et permettra de réaliser des économies d'échelle.

Les principaux travaux préparatoires entrepris en 2004 dans le cadre de *Target 2* ont impliqué le développement des spécifications fonctionnelles. Ces travaux ont été menés en étroite collaboration avec les utilisateurs de *Target*. Les Spécifications fonctionnelles générales (*General Functional Specifications* – GFS) de *Target 2*, qui ont été approuvées par le Conseil des gouverneurs en juillet 2004, décrivent de façon générale les caractéristiques et fonctions du système, ainsi que son architecture informatique. *Target 2* offrira d'importantes fonctions de gestion de la liquidité qui permettront aux établissements de crédit de mieux contrôler leurs liquidités en euros. Par exemple, un participant qui utilise plusieurs systèmes de paiement et de règlement de titres en monnaie de banque centrale pourra régler toutes ces positions à partir d'un compte RTGS unique dans *Target 2*. De plus, pour les comptes RTGS d'établissements de crédit de la zone euro détenus auprès de banques centrales de la zone euro, *Target 2* proposera un service de *pooling* de la liquidité intrajournalière. De cette façon, les participants à *Target 2* de la zone euro pourront regrouper leurs comptes RTGS détenus auprès de différentes banques centrales de la zone euro et mettre en commun la liquidité intrajournalière disponible au profit de tous les membres du groupe de comptes. L'Eurosystème œuvre à l'élaboration d'un dispositif juridique solide à cette fin, condition préalable à l'offre d'un tel service. *Target 2* se fondera sur un concept de pointe de continuité des activités qui lui permettra de faire face à des situations de crise régionales graves.

Sur la base des GFS, l'Eurosystème met au point les Spécifications fonctionnelles détaillées pour l'utilisateur (*User Detailed*

Functional Specifications – UDFS), qui décrivent les caractéristiques et fonctions de *Target 2* au niveau de détail requis pour le lancement des travaux de développement technique et de mise en œuvre. Comme dans le cas des GFS, les UDFS ont été longuement examinées avec les utilisateurs de *Target*. Elles devraient être finalisées en avril 2005.

L’Eurosystème élabore par ailleurs une structure tarifaire applicable au tronc commun de services de *Target 2*, qui devrait permettre de supprimer les différences qui existent actuellement dans la tarification des transactions nationales et transfrontières. Cette structure comprend une option, à approuver par le Conseil des gouverneurs, qui permettrait aux participants de choisir entre une simple commission de transaction ou une commission de transaction moins élevée assortie d’une redevance périodique. Les autres détails de la structure tarifaire de *Target 2* seront définis en 2005.

Un autre aspect important en 2004 a été la mise au point de la structure de gestion de *Target 2* et, sur la base de celle-ci, d’une organisation concrète pour les phases suivantes du projet (développement, test et migration). Le Conseil des gouverneurs a approuvé des règles internes portant sur la gestion commune de *Target 2*. Celles-ci définissent les rôles et responsabilités respectifs, dans le cadre du projet *Target 2*, du Conseil des gouverneurs, de l’ensemble du groupe des banques centrales de la zone euro et des trois BCN qui développent et exploitent le système. La structure de gestion et l’organisation choisies garantiront à la fois l’organisation efficace des travaux de développement lors de la phase de projet, et un niveau adéquat d’implication et de contrôle en continu par l’ensemble des banques centrales de la zone euro après le lancement de *Target 2*.

Le développement des logiciels et la mise en place de l’infrastructure informatique et de télécommunication nécessaire pour *Target 2* auront lieu en 2005. Les premières activités de test en collaboration avec les banques centrales



sont prévues pour le début de l’année 2006. Les utilisateurs de *Target* migreront vers *Target 2* par vagues successives à des dates prédefinies. Chaque vague sera composée d’un groupe de communautés bancaires nationales. Le processus de migration sera étalé sur plusieurs mois durant lesquels les composantes de *Target* et la nouvelle plate-forme partagée coexisteront. Cette migration progressive devra être organisée de façon à réduire au maximum les risques pour le projet. D’autres objectifs majeurs lors de la décision de procéder à la migration concrète consisteront à limiter les problèmes éventuels de transition ainsi que les coûts pour les banques centrales et les utilisateurs de *Target*. La date de migration du premier groupe de pays vers *Target 2* a été fixée au 2 janvier 2007. L’Eurosystème poursuivra son étroite collaboration avec l’ensemble des utilisateurs de *Target* au cours des différentes phases du projet, et fera des comptes rendus réguliers sur les progrès effectués.

2.3 L’UTILISATION TRANSFRONTIÈRE DE GARANTIES

Des actifs éligibles peuvent être utilisés au-delà des frontières nationales pour garantir tout type d’opération 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 305 milliards d'euros en décembre 2003 à 370 milliards en décembre 2004. Globalement, fin 2004, les garanties transfrontières ont représenté 43,89 % du total des garanties fournies à l'Eurosystème. Ces chiffres confirment la tendance à l'accélération de l'intégration des marchés financiers de la zone euro observée ces dernières années et la volonté croissante des contreparties de détenir dans leurs portefeuilles des actifs émis 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. Il a représenté 35,37 % du total des garanties fournies à l'Eurosystème en 2004. Les actifs détenus en dépôt par le biais du MBCC sont passés de 259 milliards d'euros fin 2003 à 298 milliards fin 2004.

À la suite des améliorations apportées en 2003, les BCN avaient déjà atteint au début de 2004 l'objectif d'exécuter les procédures internes du MBCC dans un délai d'une heure, à condition que les contreparties (et leurs conservateurs) soumettent correctement leurs instructions. L'Eurosystème étudie de nouvelles améliorations et d'autres solutions à apporter pour assurer l'efficacité et la sécurité de l'utilisation de garanties transfrontières.

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 des contreparties. En janvier 2004, un code des meilleures pratiques destiné aux banques conservatrices effectuant des opérations dans le cadre du MBCC, élaboré par les principales associations européennes du secteur du crédit, est entré en vigueur. L'objectif

de ce code est d'optimiser l'efficacité du MBCC. Les efforts des opérateurs de marché pour mettre en œuvre ces bonnes pratiques ont également aidé les BCN à exécuter les procédures internes du MBCC en moins d'une heure. Cependant, un écart par rapport à ce délai de référence d'une heure sera admis dans certaines circonstances, notamment en cas de pics d'activités.

LES LIENS ÉLIGIBLES ENTRE LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT DE TITRES

Il est possible de relier des systèmes de règlement de titres par des dispositions contractuelles et opérationnelles pour permettre le transfert transfrontière de titres éligibles entre les systèmes. Après avoir été transférés à un autre système de règlement de titres via ces liens, les titres éligibles peuvent être utilisés dans le cadre de procédures locales de la même manière que n'importe quelle garantie nationale. Cinquante-neuf liens sont actuellement à la disposition des contreparties, mais seul un nombre limité est activement utilisé dans le cadre des transferts liés aux concours de l'Eurosystème. De plus, ces liens ne couvrent qu'une partie de la zone euro. Les liens deviennent éligibles aux concours de l'Eurosystème s'ils satisfont les neuf normes d'utilisation de l'Eurosystème³ qui concernent les exigences que doivent remplir les banques centrales lorsqu'elles règlent leurs opérations dans le cadre des systèmes de règlement de titres. L'Eurosystème évalue tous les nouveaux liens ou améliorations de liens éligibles par rapport à ces normes. En 2004, trois liens éligibles existants ont été améliorés et jugés conformes.

Le montant des garanties conservées dans le cadre de ce dispositif est passé de 46 milliards d'euros en décembre 2003 à 72 milliards en décembre 2004, mais il n'a représenté que 8,5 % du total des garanties, transfrontières et nationales, conservées par l'Eurosystème.

³ *Normes relatives à l'utilisation des systèmes de règlement de titres dans l'Union européenne dans le cadre des opérations de crédit du SEBC*, janvier 1998

3 LES BILLETS ET PIÈCES

3.1 LA CIRCULATION DES BILLETS ET PIÈCES

LA DEMANDE DE BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

Après avoir enregistré un taux de croissance annuel de 22 % en 2003, la valeur des billets en euros en circulation a augmenté de 15,0 % en 2004, passant de 436,1 à 501,3 milliards d'euros. Le nombre de billets en euros en circulation a progressé de 6,8 % (contre 10,1 % en 2003), passant de 9 à 9,7 milliards d'unités. Le graphique 37 montre l'évolution des billets nationaux et des billets en euros en circulation en termes de valeur entre 2000 et 2004, tandis que le graphique 38 présente celle du nombre de billets en euros en circulation depuis leur introduction.

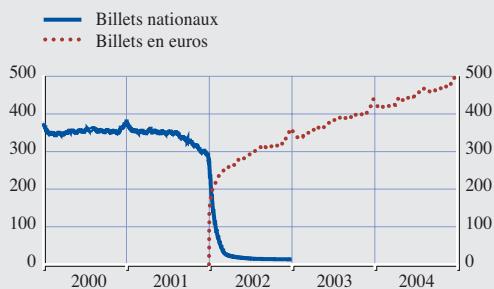
La valeur des billets en circulation s'est accrue plus sensiblement que leur nombre depuis le passage à l'euro fiduciaire, ce qui se reflète dans l'augmentation particulièrement forte du nombre de grosses coupures en circulation. Le graphique 39 indique l'évolution des billets en euros en circulation par coupure entre 2002 et 2004. La plus forte hausse de la demande a été observée en 2004 pour le billet de 500 euros, à concurrence de 28,4 %. La demande a également été très soutenue pour les billets de 50 euros et 100 euros, dont les taux de croissance respectifs ont atteint 12,4 % et 13,5 %.

La progression globale du nombre de billets de 5 euros, 10 euros, 20 euros et 200 euros en circulation a été très modérée depuis leur introduction en 2002, même si les évolutions peuvent varier d'un pays à l'autre. La demande de billets de 10 euros et 20 euros, qui sont essentiellement utilisés pour les transactions journalières en espèces, n'a augmenté sensiblement que durant les pics saisonniers. Une croissance relativement élevée et des variations saisonnières ont été observées pour le billet de 50 euros. En revanche, la circulation des billets de 5 euros et 100 euros n'a montré que des variations saisonnières modestes, alors que celle des billets de 200 euros et 500 euros n'a pas du tout suivi un profil d'évolution saisonnier. À l'évidence, la demande à des fins de transaction au sein de la zone euro ne suffit pas à expliquer la tendance à la hausse durable de la demande pour ces coupures et d'autres facteurs sont aussi à l'œuvre. Un de ceux-ci semble être la demande internationale croissante de billets en euros. De récentes analyses indiquent que près de 10 % à 15 % des billets en circulation sont détenus en dehors de la zone euro. La théâtralisation par le public, partiellement influencée par le bas niveau des taux d'intérêt, est un autre facteur d'explication.

En 2004, la valeur des pièces en euros en circulation (à savoir la circulation nette, hors stocks détenus par les BCN) a progressé de

Graphique 37 Valeur totale des billets en circulation entre 2000 et 2004

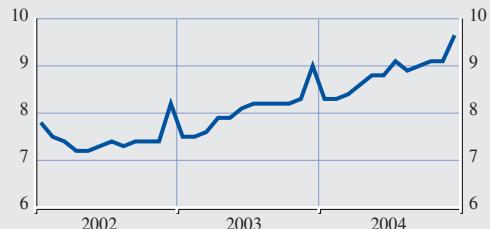
(en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique 38 Nombre total de billets en euros en circulation entre 2002 et 2004

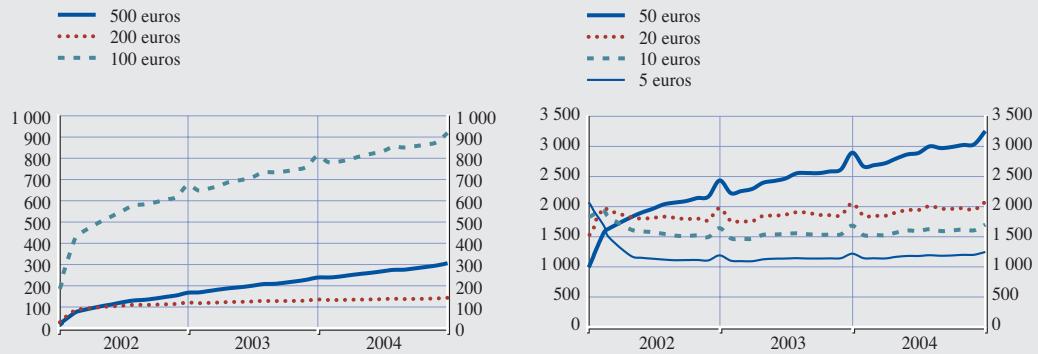
(en milliards d'unités)



Source : BCE

Graphique 39 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2004

(en millions d'unités)



Source : BCE

9,1 %, passant de 14,1 à 15,3 milliards d'euros. Le nombre total de pièces en euros en circulation s'est accru de 14,8 % pour s'établir à 56,2 milliards d'unités. Une croissance régulière du nombre de pièces en euros en circulation est constatée depuis début 2003, lorsque le volume était revenu au niveau initial de 40,4 milliards de pièces émises à l'époque du passage à l'euro.

LE TRAITEMENT DES BILLETS PAR L'EUROSYSTÈME

Les dépôts et les retraits de billets en euros sont assez stables pour toutes les BCN de la zone euro depuis le deuxième trimestre de 2002. Les fluctuations des dépôts et retraits mensuels reflètent essentiellement les variations saisonnières habituelles de la demande en billets.

Au total, 29,4 milliards de billets en euros ont été traités par les BCN de la zone euro en 2004, soit un nombre équivalent à celui de 2003. Entre janvier et décembre 2004, le nombre des billets émis s'est élevé à 30,4 milliards et celui des billets retournés aux BCN à 29,7 milliards. La fréquence de retour des billets, mesurée par le rapport entre le nombre de billets déposés auprès des BCN et le nombre de billets en circulation, est demeurée relativement stable depuis 2002, pour s'établir aux alentours de

3,4 fois par an en 2004. En 2004, 3,8 milliards de billets usagés ont été détruits.

3.2 LA CONTREFAÇON DES BILLETS ET LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

LES FAUX BILLETS EN EUROS

Après avoir augmenté régulièrement en 2002 et pendant une bonne partie de 2003, le taux de contrefaçon des billets en euros est désormais relativement stable. Entre le dernier trimestre de 2003 et la fin de 2004, quelque 50 000 faux billets ont, en moyenne, été retirés de la circulation chaque mois, les fluctuations saisonnières coïncidant avec celles des billets authentiques, par exemple pendant les périodes de vacances. Le nombre total de faux billets qu'ont reçus les Centres nationaux d'analyse⁴ en 2004 s'est élevé à 594 000 unités. Cela représente une augmentation de 7,8 % par

Tableau 14 Répartition des faux billets par coupures

	5 euros	10 euros	20 euros	50 euros
Pourcentage	1	5	24	48
	100 euros	200 euros	500 euros	Total
Pourcentage	17	4	1	100

Source : Eurosysteme

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

rapport à 2003, soit un taux de croissance sensiblement inférieur à celui observé un an plus tôt. Le graphique 40 présente l'évolution du nombre de faux billets retirés de la circulation, les chiffres ayant été pris à intervalles semestriels depuis le lancement des billets.

Le tableau 14 montre que le billet de 50 euros demeure la cible favorite des faussaires, même s'il est apparu, pendant l'année, que le crime organisé s'intéressait de plus en plus aux billets de 100, 200 et 500 euros. Un petit nombre de faux billets d'une qualité supérieure à la moyenne ont été réalisés dans ces coupures.

Dans l'ensemble, le nombre de faux billets (594 000 en 2004) ne représente à l'évidence qu'un infime pourcentage du nombre moyen de billets authentiques en circulation (8,9 milliards en 2004). Le public peut maintenir sa confiance dans la sécurité de l'euro, qui reste une monnaie bien protégée, sur le plan du perfectionnement de ses signes de sécurité comme de l'efficacité des autorités policières nationales et européennes. La vigilance reste cependant de mise. Le test consistant à « toucher, regarder, incliner » suffit à déceler les faux billets dans quasiment tous les cas.

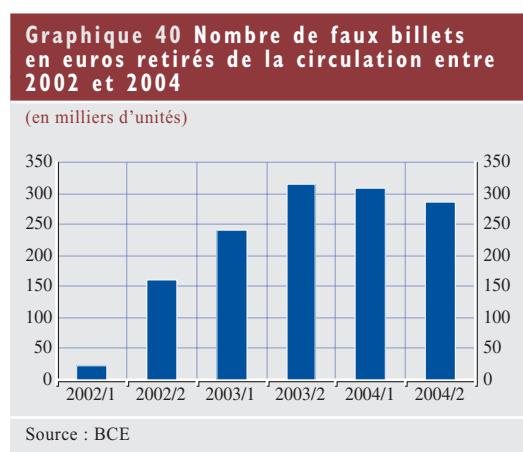
LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

En dehors de sa collaboration avec les BCN, Europol et la Commission européenne (en particulier, l'Office européen de lutte anti-



fraude ou OLAF), la BCE a conclu un accord avec Interpol en 2004 sur la protection de l'euro et la lutte contre la contrefaçon. D'autres accords de coopération ont été passés avec les banques centrales de deux pays voisins de l'UE (l'Ukraine et la Bulgarie), et des conventions similaires sont envisagées à l'avenir avec d'autres pays. L'Eurosystème a 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 ont collaboré avec les forces de police dans la lutte contre la contrefaçon, et les techniciens des centres nationaux d'analyse ont fourni, sur demande, des avis d'expertise et des rapports techniques aux instances judiciaires.

Le Centre international de lutte contre la contrefaçon, établi au siège de la BCE, a continué à évaluer les nouveaux instruments de reproduction et les systèmes de lutte contre la contrefaçon ainsi qu'à apporter son soutien au Groupe international de dissuasion de la contrefaçon, une initiative commune de vingt-sept banques centrales du monde entier.



3.3 L'ÉMISSION ET LA PRODUCTION DES BILLETS

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

En décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a arrêté des principes et des objectifs communs concernant le rôle et les responsabilités de l'Eurosystème dans les circuits de traitement des espèces. La définition de ces aspects contribuera à la mise en place de l'Espace unique de paiement en euros (cf. section 3 du chapitre 3). Elle fournit également un cadre fiable pour les partenaires de l'Eurosystème dans les circuits de traitement des espèces (soit le secteur bancaire et les sociétés de transport de fonds). Conformément au principe de décentralisation, le Conseil des gouverneurs n'a pas instauré un système entièrement harmonisé pour les services liés au traitement des espèces de la zone euro. Si une certaine harmonisation et une normalisation sous l'égide de la BCE s'imposent, les BCN sont responsables de leur mise en œuvre sur le plan national, compte tenu de l'environnement économique et des structures bancaires propres à chaque pays, du réseau de succursales de chaque BCN et de la part relative des paiements en espèces et/ou d'accords à long terme.

LE CADRE DE LA BCE POUR LA DÉTECTION DES FAUX BILLETS ET LE TRI DES BILLETS

Au terme de consultations avec les secteurs bancaire et des transporteurs de fonds, la BCE a adopté en décembre 2004 un cadre pour la détection des faux billets et le tri des billets en fonction de la qualité par les établissements de crédit et d'autres professionnels ayant à manipuler des espèces. Ce cadre vise essentiellement à mettre en œuvre une politique commune en matière de manipulation et de traitement des billets par les établissements de crédit et d'autres professionnels manipulant régulièrement des espèces, ainsi qu'à les aider à remplir leurs obligations, découlant de l'article 6 du Règlement du Conseil (CE) n° 1338/2001, en matière de détection et de retrait des billets en euros contrefaçons. Les BCN mettront ce cadre en œuvre dans leur zone de

Tableau 15 Répartition de la production des billets en euros en 2004

Coupures	Quantité (en millions de billets)	BCN en charge de la production
5 euros	-	-
10 euros	378	DE, FR, GR, IE, AT
20 euros	290	FR, PT
50 euros	683	BE, DE, ES, IT, NL
100 euros	124	IT, FI
200 euros	-	-
500 euros	124	DE, LU
Total	1 599	

Source : BCE

compétence d'ici fin 2006 au plus tard. Une période transitoire de deux ans, qui arrivera à son terme fin 2007 au plus tard, est prévue pour l'adaptation des procédures et des machines utilisées par les établissements de crédit et d'autres professionnels ayant à manipuler des espèces.

L'ORGANISATION DE LA PRODUCTION

Au total, 1,6 milliard de billets ont été produits en 2004, contre 3,1 milliards en 2003. Cette baisse sensible des besoins de production en 2004 est essentiellement liée à des besoins de remplacement inférieurs à ce qui était envisagé en 2003.

Depuis 2002, la production des billets en euros est attribuée aux BCN selon un scénario de *pooling* décentralisé. Dans ce cadre, chaque BCN de la zone euro est responsable de la fourniture d'une partie seulement des besoins totaux pour des coupures déterminées. Le tableau 15 résume la répartition de la fabrication en 2004.

Les dispositifs pour l'approvisionnement futur en billets sont définis par l'Orientation BCE/2004/18 adoptée par le Conseil des gouverneurs en septembre 2004. Cette orientation établit une procédure unique d'appel d'offres de l'Eurosystème pour la production de billets en euros, qui sera mise en œuvre le 1^{er} janvier 2012 au plus tard. La mise en œuvre de cette procédure sera précédée d'une période de transition, ce qui permet aux BCN et aux imprimeries de disposer d'un délai largement

suffisant pour se préparer à cette nouvelle procédure. Cette période de transition ne commencera pas avant le 1^{er} janvier 2008, mais la date de début précise – qui sera fixée par le Conseil des gouverneurs – dépend de la réalisation d'une masse critique sur le plan du nombre de BCN acceptant de participer à la procédure unique d'appel d'offres de l'Eurosystème comme du volume total de billets soumis à l'appel d'offres.

L'orientation a été élaborée conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, favorisant une allocation efficace des ressources, et conforme au droit de la concurrence de l'UE. En particulier, la procédure vise à assurer l'égalité de traitement de toutes les imprimeries désireuses de participer à la procédure unique d'appel d'offres de l'Eurosystème, ainsi qu'à garantir la transparence et la continuité de la sécurité de production des billets en euros. Les règles définies par l'orientation en matière d'appels d'offres seront applicables à l'ensemble des besoins de l'Eurosystème en billets de banque. Les BCN qui disposent d'une imprimerie propre ou celles qui ont recours à une imprimerie publique peuvent décider de ne pas participer à la procédure unique d'appel d'offres de l'Eurosystème et, dans ce cas, elles continueront à produire dans ces imprimeries les billets en euros qui leur ont été attribués.

LES TRÈS PETITES COUPURES

En réponse aux propositions émanant de différentes sources, l'Eurosystème s'est penché sur les aspects positifs et négatifs potentiels de l'introduction de très petites coupures, plus précisément de 1 euro et/ou 2 euros. Après avoir examiné attentivement la question, le Conseil des gouverneurs a décidé, en novembre 2004, de ne pas revoir la décision qu'il avait prise en 1998 concernant la valeur faciale des billets en euros et, par conséquent, de ne pas émettre de billets de 1 euro ou 2 euros. Après analyse de tous les arguments avancés dans ce débat, le Conseil des gouverneurs a conclu que, globalement, les aspects négatifs de l'introduction de très petites coupures

l'emportaient sur les aspects positifs. L'insuffisance de la demande de très petites coupures par la majorité des citoyens de la zone euro, l'inefficacité accrue que leur introduction impliquerait pour la plupart des tiers concernés – comme le commerce de détail et les sociétés gérant les distributeurs automatiques – et les coûts élevés de l'impression et du traitement ont notamment contribué à cette décision.

4 LES STATISTIQUES

La BCE, assistée par les BCN, collecte une large gamme de statistiques qui permettent au SEBC de s'acquitter de ses tâches. Les informations statistiques requises proviennent des autorités nationales compétentes ou directement d'agents économiques. À l'instar des années précédentes, la fourniture des statistiques s'est déroulée normalement en 2004. De nouveaux efforts ont été consentis pour améliorer le cadre statistique et de nouvelles statistiques sont devenues disponibles conformément à la stratégie à moyen terme de la BCE en matière de statistiques. La BCE a par ailleurs organisé sa deuxième conférence sur les statistiques, qui a été axée sur leur utilisation dans le cadre de la politique économique et monétaire.

Des problèmes subsistent, principalement en ce qui concerne la fiabilité des données, dans le domaine des statistiques des finances publiques, qui sont essentielles à la mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance et à la crédibilité du suivi budgétaire. La Commission européenne (Eurostat), assistée par les instituts statistiques nationaux (ISN) et, le cas échéant, les BCN, est responsable de la fourniture de ces statistiques. La BCE fait un usage intensif de statistiques économiques générales, qui sont pour la plupart collectées et établies par Eurostat. La livraison de ces statistiques pour la zone euro s'est encore améliorée à plusieurs niveaux, tels que la rapidité de diffusion des données trimestrielles relatives au PIB, la qualité de l'estimation rapide de l'IPCH et la disponibilité d'indicateurs conjoncturels à court terme. Prenant en considération les évolutions récentes, la BCE a publié son examen des exigences en matière de statistiques économiques générales en décembre 2004.

4.1 LES NOUVELLES AMÉLIORATIONS DU CADRE STATISTIQUE DE LA ZONE EURO

Malgré les progrès significatifs réalisés à ce jour sur le plan du cadre statistique et la bonne qualité des statistiques de la zone euro en général, de nouvelles améliorations du cadre statistique global de la zone euro sont encore

nécessaires. La transformation économique en cours doit s'intégrer dans une approche prospective et certains vides statistiques identifiés par des utilisateurs internes ou externes à la BCE doivent être comblés dans la mesure du possible. En 2004, la BCE a entamé des travaux visant à perfectionner le cadre global. Compte tenu des longs délais nécessaires à la mise en œuvre de projets statistiques, les résultats sont attendus à moyen terme.

Un élément majeur du cadre statistique de la zone euro est la conception et l'élaboration d'un système de comptes nationaux trimestriels par secteur institutionnel, que l'Eurosystème met au point en collaboration avec Eurostat et les ISN. Les secteurs couverts par ce système sont les ménages, les sociétés non financières, les sociétés financières, les administrations publiques et le reste du monde. Ces statistiques mettront en évidence les relations entre ces différents secteurs et entre les transactions financières et non financières dans l'économie. Des séries chronologiques suffisamment longues de comptes sectoriels de ce type, publiées rapidement après la période de référence, permettent de suivre les impulsions de politique monétaire, du secteur financier aux secteurs non financiers de la zone euro et de mieux analyser l'incidence des chocs économiques dans la zone euro. Ces séries chronologiques permettent aussi de réaliser une gamme plus large d'autres analyses. Plusieurs indicateurs-clés, qui sont essentiels pour l'analyse du cycle conjoncturel et la réalisation de projections, sont également intégrés dans les comptes nationaux trimestriels par secteur institutionnel.

L'intégration de la norme comptable internationale 39 (NCI 39/IAS) sur les instruments financiers dans la législation européenne, qui impose son utilisation par toutes les sociétés cotées à dater du 1^{er} janvier 2005, a nécessité la modification du Règlement concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires (BCE/2001/13), afin de conserver la base

conceptuelle des statistiques monétaires. Le Règlement modificatif (BCE/2004/21), qui est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2005, garantit que, quelle que soit la forme spécifique dans laquelle la NCI 39 est finalement adoptée, les institutions financières monétaires continueront de déclarer leurs dépôts et crédits à leur valeur nominale, indépendamment des modifications qui pourraient être apportées au cadre comptable de l'UE après cette date.

4.2 LES NOUVELLES STATISTIQUES OU LES STATISTIQUES AMÉLIORÉES

Durant l'année 2004, la BCE a commencé à publier de nouvelles statistiques qui présentent un intérêt pour la politique monétaire et d'autres tâches incombant au SEBC, pour la politique économique en général, pour les opérateurs de marché et pour le grand public.

En collaboration avec la Commission européenne, la BCE a publié pour la première fois, au printemps 2004, des statistiques mensuelles sur les taux d'intérêt à long terme pour les dix nouveaux États membres de l'UE. Ces statistiques sont nécessaires pour évaluer dans quelle mesure ils ont atteint le niveau élevé de convergence requis pour adhérer à l'UEM. Depuis le mois de juin 2004, la BCE a également publié la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro sur une base mensuelle. Par ailleurs, la BCE et Eurostat ont publié un rapport sur les investissements directs étrangers, qui propose des méthodes améliorées pour l'élaboration de ce type de statistiques. Les données trimestrielles relatives au compte des transactions courantes de la balance des paiements de la zone euro sont à présent disponibles à partir de 1980. En ce qui concerne les taux de change effectifs de l'euro, les pondérations utilisées pour le calcul des indices ont été mises à jour, la couverture géographique a été améliorée et de nouvelles séries sont publiées depuis septembre 2004. Les statistiques relatives aux flux et aux stocks d'actions cotées dans la zone euro font à présent l'objet d'une publication mensuelle. Les



nouvelles statistiques englobent les émissions brutes, les rachats et l'encours de toutes les actions cotées émises par des résidents de la zone euro.

Dans le cadre du plan d'action du Conseil Ecofin relatif aux besoins statistiques de l'UEM, la BCE a mis à disposition, en 2004, un ensemble de comptes financiers et non financiers trimestriels pour les administrations publiques. Les travaux ont déjà débuté pour intégrer ces statistiques dans les comptes nationaux trimestriels par secteur institutionnel.

En 2004, la BCE a par ailleurs perfectionné son cadre juridique en vue de permettre à l'avenir la publication de nouvelles statistiques. L'Orientation et la Recommandation de la BCE relatives aux obligations de déclaration statistique 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 ont fait l'objet d'une révision. En janvier 2005, la BCE a commencé à publier des statistiques améliorées dans ce domaine, en ce compris une ventilation géographique. En outre, elle a publié des notes explicatives sur les statistiques de bilan des IFM en rapport avec l'élargissement de l'UE. Ces notes visent à favoriser une bonne compréhension des obligations et des normes définies par le Règlement BCE/2003/10.

En 2004, des efforts ont été consentis pour améliorer la diffusion et l'accessibilité des statistiques. Le *Bulletin* mensuel de la BCE, dans sa nouvelle version, paru pour la première fois en janvier 2004, et le nouveau site Internet de la BCE, mis en ligne en juin 2004, contiennent des rubriques statistiques de meilleure qualité.

4.3 LES STATISTIQUES DE FINANCES PUBLIQUES

Au cours de l'année 2004, la fiabilité des statistiques relatives au suivi budgétaire en rapport avec le Traité et le pacte de stabilité et de croissance a suscité de vives inquiétudes. La BCE a pleinement soutenu la déclaration portant sur l'adoption de normes statistiques, faite après la réunion informelle du Conseil Ecofin qui s'est tenue le 11 septembre 2004 à Scheveningen. Ces normes devraient permettre de renforcer l'indépendance, l'intégrité et la responsabilité des ISN. La BCE étudie le dossier en étroite collaboration avec la Commission européenne, en particulier par le biais du *Comité des statistiques monétaires, financières et des balances de paiements*, qui rassemble d'éminents statisticiens provenant d'Eurostat, des ISN, des BCN et de la BCE. La mise en œuvre de l'Orientation de la BCE sur les statistiques de finances publiques, adoptée par le Conseil des gouverneurs en février 2005, permettra d'améliorer encore la qualité des agrégats de finances publiques de la zone euro, et constituera une étape supplémentaire dans l'établissement de la qualité et des normes en vue d'obtenir un ensemble plus complet de statistiques de finances publiques à des fins de surveillance budgétaire.

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. La recherche économique au sein de l'Eurosystème vise dès lors à accroître la connaissance du fonctionnement de l'économie de la zone euro et à fournir des analyses, des modèles et des outils pertinents pour la conduite de la politique monétaire de la BCE et l'accomplissement des autres missions de l'Eurosystème.

Cinq ans après sa création, la BCE a chargé trois experts extérieurs indépendants d'évaluer les activités de recherche menées en son sein, sur la base de normes scientifiques de haut niveau, et de déterminer dans quelle mesure les recherches effectuées à la BCE depuis 1998 ont contribué à la réalisation de ses objectifs. Le rapport des experts, disponible sur le site Internet de la BCE⁵, donne une évaluation globalement positive des recherches menées à la BCE en termes de qualité scientifique et de valeur ajoutée, de pertinence pour la conduite de la politique monétaire et pour les autres tâches et fonctions de la BCE, ainsi qu'en termes d'influence sur la communauté universitaire et d'autres organes de décision. Comme cela était stipulé dans leurs attributions, les évaluateurs ont également formulé plusieurs recommandations visant à améliorer les activités de recherche. Elles concernent cinq domaines : création d'incitants pour le personnel afin de l'encourager à mener des recherches de grande qualité ; gestion à long terme du capital humain ; couverture et coordination des activités de recherche dans les différents domaines de compétence de la BCE ; soutien à la recherche et communication et diffusion des recherches. Plusieurs de leurs recommandations correspondent à l'autoévaluation de la BCE et des mesures ont été prises pour les mettre en œuvre.

5.1 LE PROGRAMME DE RECHERCHE

Le programme de recherche pour 2004 peut être subdivisé en six domaines : la macroéconomie et l'économie monétaire ; la macroéconomie et

la finance internationales ; la stabilité financière ; l'intégration financière ; la modélisation macroéconomique de la zone euro ; les questions économiques générales et structurelles. Des efforts considérables ont par ailleurs été déployés dans le domaine de la recherche sur l'élargissement de la zone euro et les économies des nouveaux États membres de l'UE. Dans ce contexte, des travaux préparatoires au futur élargissement de la zone euro ont été menés, en particulier en ce qui concerne les outils d'analyse utilisés pour les projections macroéconomiques.

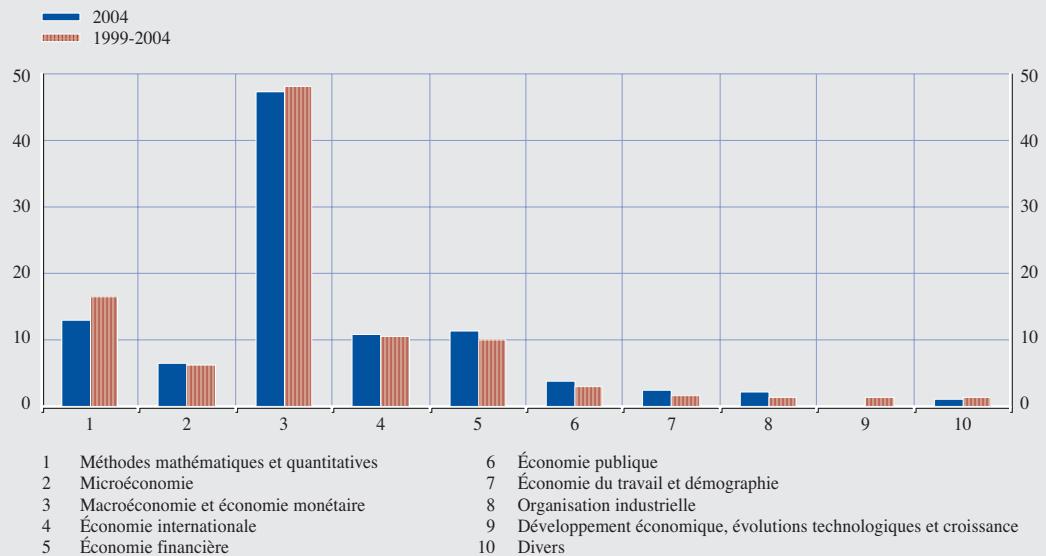
La plupart des résultats des activités de recherche, menées au sein de la BCE ou en collaboration avec celle-ci, ont été présentés dans la série des documents de travail de la BCE et, dans une moindre mesure, dans la série d'études concernant des sujets spécifiques, ainsi qu'à l'occasion de conférences et d'ateliers. En 2004, 126 documents de travail ont été publiés (contre 97 en 2003). Bon nombre des documents de travail publiés depuis le lancement de la série en 1999 sont déjà parus dans des revues (130) ou des ouvrages (30) à caractère scientifique, ou sont sur le point de l'être. Compte tenu des importants délais de publication résultant du processus de révision de l'édition scientifique, ce chiffre déjà élevé devrait encore progresser en 2005. Le graphique 41 illustre l'accent mis à la BCE sur les recherches pertinentes pour la politique monétaire. Il classe les documents de travail de la BCE par sujet, en recourant à la grille de classement utilisée dans 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 ».

En 2004, la BCE a accueilli plusieurs conférences et ateliers, comme la troisième Conférence des banques centrales de la BCE

⁵ M. Goodfriend, R. König et R. Repullo, *External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank*, 2004

Graphique 41 Documents de travail de la BCE : classement selon la grille du *Journal of Economic Literature*

(en pourcentage)



Source : BCE

portant sur le thème « Les nouveaux États membres de l'UE : convergence et stabilité », qui a couvert trois sujets principaux : la transformation économique et structurelle des nouveaux États membres de l'UE, les relations internationales et les performances macro-économiques des nouveaux États membres de l'UE, et les ajustements macroéconomiques réalisés dans ces pays. En collaboration avec la Banque des règlements internationaux et les banques centrales du Groupe des Dix, la BCE a lancé une nouvelle publication intitulée *International Journal of Central Banking* (cf. chapitre 6).

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'organes de décision, ainsi que des universitaires. La BCE

offre un soutien en matière de coordination et d'organisation, seule ou avec d'autres institutions.

Le Réseau de l'Eurosystème sur la persistance de l'inflation, qui réunit des chercheurs de toutes les banques centrales de l'Eurosystème, a été créé en 2003 afin d'analyser la dynamique de l'inflation dans la zone euro et les pays qui la composent. Un large éventail de données est utilisé pour étudier ce 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 de l'analyse sont attendues pour 2005. En 2004, une part importante de l'analyse empirique a été réalisée, des résultats partiels ont été publiés dans la série des documents de travail de la BCE et les réactions de la communauté scientifique ont été collectées. Certains résultats ont par ailleurs été présentés lors de différents ateliers et conférences internationaux, y compris une conférence organisée par le réseau en décembre 2004 à la BCE. La contribution des participants à ces réunions sera utilisée dans la

phase finale de l'analyse du réseau. À ce jour, celui-ci a constaté que les prix de certains biens de consommation et de certains services varient de façon peu fréquente dans la zone euro, à savoir une fois par an en moyenne. Les ajustements de prix sont généralement importants et on dénombre presque autant de hausses que de baisses de prix. La rigidité des prix est plus répandue pour les services que pour les biens et est, en moyenne, plus forte dans la zone euro qu'aux États-Unis. En outre, les conclusions du réseau suggèrent que la persistance de l'inflation pourrait dépendre des politiques en matière d'inflation et des politiques monétaires et que, toutes choses étant égales par ailleurs, elle a tendance à être moins forte lorsque les anticipations de stabilité des prix sont bien ancrées dans l'économie.

Le Réseau sur le cycle conjoncturel de la zone euro, organisé en collaboration avec le *Centre for Economic Policy Research* (CEPR), 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. En 2004, le réseau a organisé pour la deuxième fois une formation sur les modèles factoriels et les méthodologies pour l'analyse du cycle conjoncturel. Cette formation s'est tenue à la Banque nationale de Belgique et à l'Université Bocconi. Deux ateliers ont par ailleurs été organisés. Le premier était axé sur le cycle conjoncturel dans les nouveaux États membres et les pays en voie d'adhésion. Il a eu lieu à la banque centrale d'Autriche. Le deuxième atelier était consacré aux progrès récents enregistrés dans le domaine de la combinaison de prévisions et s'est déroulé à la Banque nationale de Belgique. Depuis le début de l'année 2004, une part importante des résultats du réseau a été diffusée par le biais d'une nouvelle série de documents de discussion lancée conjointement avec le CEPR.

Le Réseau de recherche sur les marchés de capitaux et l'intégration financière en Europe, créé en 2002 par la BCE et le *Centre for financial studies* (CFS), vise à stimuler les



recherches pertinentes pour la politique monétaire sur l'intégration des systèmes financiers en Europe et leurs relations internationales. Le réseau a clôturé ses deux premières années de travaux en organisant un colloque à Francfort en mai 2004 (cf. encadré 12). La BCE et le CFS ont décidé de poursuivre les travaux du réseau jusqu'en 2007 et d'ajouter trois domaines prioritaires : a) les relations entre l'intégration financière et la stabilité financière, b) l'adhésion à l'UE, l'évolution financière et l'intégration financière et c) la modernisation du système financier et la croissance économique en Europe. Le programme de parrainage Lamfalussy (*Lamfalussy Fellowship Research Programme*), mis en place dans le cadre du réseau, a également été étendu à ces domaines.

5.3 LA MODÉLISATION MACROÉCONOMIQUE DE LA ZONE EURO

Les travaux entrepris sur une nouvelle génération du modèle de la BCE relatif à l'ensemble de la zone euro ont constitué une évolution remarquable dans le domaine de la modélisation macroéconomique en 2004. Ce modèle fait l'objet d'une révision en vue de refléter les dernières évolutions de la théorie macroéconomique et des méthodes d'estimation. Contrairement à la génération précédente, la nouvelle génération de modèles

macroéconomiques, dénommés modèles d'équilibre général stochastiques dynamiques, reposent beaucoup plus sur des fondements microéconomiques. Grâce à l'apport des recherches menées à la BCE, ces modèles sont à présent suffisamment élaborés pour être utilisés dans le domaine de la politique monétaire⁶. Ils sont en train de s'imposer rapidement comme la norme de référence dans le domaine de l'analyse de la politique monétaire et, de plus en plus, dans celui de la réalisation de projections dans les banques centrales et les organes de décision. En vue de faciliter la construction du nouveau modèle relatif à l'ensemble de la zone euro, la BCE a mis sur pied un forum de coopération avec le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve et avec les IFM, des institutions qui sont engagées dans le processus de développement et d'utilisation de modèles similaires. La BCE et le Système fédéral de réserve collaborent par le biais du Forum de recherche international sur la politique monétaire, une initiative destinée à promouvoir la recherche sur les questions de politique monétaire qui sont pertinentes du point de vue international. Les travaux techniques portant sur le modèle relatif à l'ensemble de la zone euro vont se poursuivre durant toute l'année 2005 et les résultats définitifs seront dévoilés lors d'une conférence publique.

6 Les contributions des services de l'Eurosystème ont été essentielles dans ce domaine. Voir F. Smets et R. Wouters, *An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area*, document de travail de la BCE 171, publié dans le *Journal of the European Economic Association*, vol. 1 (5), 2003, pp. 1123-1175. Ce travail a été récompensé par la prestigieuse Médaille Hicks-Tinbergen, décernée par la *European Economic Association* à l'auteur d'un article remarquable.

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 vingt-cinq 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. 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'acquérir 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 à la BCE, la Commission européenne veille au respect de ces dispositions par les États membres.

La BCE 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.

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 responsables⁷, 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 1998. L'ensemble des avis émis dans ce cadre sont publiés sur le site Internet de la BCE. Depuis le mois de janvier 2005, les avis sur des projets de législation nationale sont, en règle générale, publiés immédiatement après leur adoption et leur transmission à l'autorité requérante, comme cela était déjà le cas pour les avis portant sur des projets de législation européenne.

Au total, 41 consultations ont été effectuées en 2004, dont trente-deux par des autorités nationales et neuf par le Conseil de l'UE. Une liste des avis adoptés en 2004 est annexée au présent rapport annuel. Les avis suivants, adoptés à la demande d'autorités nationales, méritent une mention particulière.

La BCE a été consultée par plusieurs États membres, en particulier la Hongrie et l'Italie, au sujet de propositions législatives qui, selon la BCE, devaient être amendées afin de garantir la conformité des statuts des BCN avec les dispositions en matière d'indépendance de la banque centrale énoncées dans le Traité et les statuts du SEBC, en ce compris l'indépendance personnelle des membres des organes de décision des BCN⁸.

La BCE a été consultée par l'Italie, les Pays-Bas et la Slovaquie au sujet de réformes législatives majeures du cadre de surveillance du secteur financier. Elle a étudié des projets de propositions législatives en Italie et aux Pays-Bas, basés sur un modèle de surveillance financière bicéphale, dans le cadre duquel la BCN serait responsable du contrôle prudentiel de l'ensemble du secteur financier et une autorité nationale des marchés financiers serait chargée du contrôle de la conduite du marché⁹. La BCE a accueilli favorablement la proposition

7 Conformément au Protocole contenant certaines dispositions relatives au Royaume-Uni, 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.

8 CON/2004/16 ; CON/2004/35

9 CON/2004/16 ; CON/2004/21

de cadre institutionnel dans les deux pays, en constatant dans son avis relatif à la proposition néerlandaise que cette approche reconnaissait le caractère distinct des deux objectifs que sont la stabilité financière et la protection des investisseurs, en tenant compte de l'accroissement du risque systémique dû au resserrement des liens entre les établissements de crédit, les compagnies d'assurances, les entreprises d'investissement et les fonds de pension. La BCE a estimé que la proposition législative slovaque, qui étendrait le pouvoir de contrôle de la BCN en la rendant directement et entièrement responsable de la surveillance de l'ensemble du marché financier slovaque, établirait une structure de contrôle qui, bien qu'actuellement unique au sein de l'UE, serait pleinement compatible avec les tâches qu'une BCN est tenue d'accomplir dans le cadre de son appartenance au SEBC¹⁰.

La BCE a été consultée par la Belgique au sujet d'une proposition de « taxe Tobin » qui prendrait la forme d'une taxe sur toutes les opérations de change en Belgique, à condition qu'une législation semblable entre en vigueur dans d'autres États membres ou au niveau communautaire¹¹. Bien qu'elle ait reconnu les intentions louables du projet de loi, la BCE a conclu que l'utilité économique et monétaire d'une telle taxe était très discutable. De plus, dans la forme proposée par le projet de loi belge, la taxe ne serait pas conforme à l'article 56 du Traité sur la libre circulation des capitaux et des paiements entre les États membres, et entre les États membres et les pays tiers.

La BCE a été consultée par la France au sujet d'un projet de loi autorisant des prêts indexés sur l'inflation par les établissements de crédit¹². La BCE a exprimé sa compréhension quant à l'objectif du projet, consistant à étendre la liberté contractuelle et à permettre aux agents économiques de se couvrir contre le risque d'inflation, mais a insisté sur le fait qu'un large recours à la clause d'indexation susciterait de sérieuses préoccupations, étant donné qu'une indexation à grande échelle dans la formation des prix et des salaires pourrait provoquer une

rigidité excessive du système des prix relatifs et risquerait d'alimenter une spirale inflationniste.

La BCE a également émis un avis en vertu de l'article 112 (2) (b) du Traité et de l'article 11.2 des statuts du SEBC. Cet avis concernait une recommandation du Conseil de l'UE sur la nomination d'un nouveau membre du Directoire de la BCE.

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 2004, la BCE n'a accompli aucune tâche administrative. Il n'existe pas d'arriéré à la fin de l'année 2003 et aucune nouvelle opération n'a été effectuée en 2004.

10 CON/2004/31

11 CON/2004/34

12 CON/2004/20

Encadré 11

LES SERVICES DE L'EUROSYSTÈME EN MATIÈRE DE GESTION DES RÉSERVES

En 2004, l'Eurosystème a achevé ses travaux, entamés l'année précédente, relatifs à un nouveau cadre pour la fourniture d'une gamme étendue de services de gestion des réserves en euros aux banques centrales, autorités monétaires et agences gouvernementales situées hors zone euro, ainsi qu'aux organisations internationales. Ce nouveau cadre, élaboré en raison de l'utilisation sans cesse croissante de l'euro comme monnaie de réserve internationale, est fondé sur les services de gestion des réserves établis de longue date et l'expérience de chaque banque centrale de l'Eurosystème. Ces services vont de la fourniture de comptes de dépôt de titres et de services connexes de conservation et de règlement aux services de trésorerie et d'investissement. Les principaux services couverts par le nouveau cadre englobent, par exemple, a) la fourniture d'une facilité d'investissement au jour le jour automatique, qui permet aux clients d'investir des fonds directement avec le prestataire de services concerné et/ou sur le marché à des taux de rémunération intéressants, b) la facilitation de programmes automatiques de prêts de titres et c) l'exécution d'ordres et d'instructions permanentes en liaison avec les préférences particulières des clients en matière d'investissements.

La fourniture de services de grande qualité pour les avoirs de réserve libellés en euros des clients, par le biais d'un point d'accès unique dans la zone euro, constitue l'un des principaux aspects du nouveau cadre. Ce concept est calqué sur la manière dont les services de gestion des réserves sont offerts par les principales banques centrales à travers le monde. Les banques centrales de l'Eurosystème qui interviennent en qualité de points d'accès uniques sont désignées sous l'appellation de « prestataires de services de l'Eurosystème » et proposent la gamme complète des services de gestion des réserves couverts par le nouveau cadre. Grâce au concept du point d'accès unique, les clients peuvent désormais bénéficier du règlement et de la conservation d'un large éventail de titres à revenu fixe libellés en euros et émis dans l'ensemble de la zone euro, en ayant recours à un seul compte de dépôt de titres. Un degré élevé d'harmonisation a été atteint, chaque prestataire de services de l'Eurosystème proposant le même éventail de services de gestion des réserves, soumis à des modalités harmonisées et conformes aux normes générales du marché.

Les prestataires de services de l'Eurosystème sont actuellement au nombre de six, à savoir la Deutsche Bundesbank, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Banque centrale du Luxembourg et la Nederlandsche Bank. Les autres banques centrales de l'Eurosystème peuvent proposer certains des services couverts par le nouveau cadre. Les prestataires de services de l'Eurosystème comme les autres banques centrales de l'Eurosystème peuvent en outre librement offrir d'autres services en matière de gestion des réserves en euros. La BCE joue un rôle de coordination d'ensemble, tout en veillant au bon fonctionnement du cadre.

Conformément à la manière dont les services de gestion des réserves sont assurés depuis plusieurs années, le nouveau cadre repose sur les principes fondamentaux applicables à la gestion des réserves officielles, comme la sécurité financière et juridique et, surtout, la confidentialité. Les services de gestion des réserves relevant du nouveau cadre sont offerts à des clients traditionnels de banques centrales, répondant ainsi aux besoins spécifiques et aux

préoccupations d'institutions qui opèrent dans le même domaine d'activité de banque centrale que l'Eurosystème lui-même.

Le nouveau cadre, lancé le 1^{er} janvier 2005, sera flexible et en constante évolution, en suivant étroitement les derniers développements du secteur financier et en répondant rapidement au besoin, pour les clients, de bénéficier d'une gamme complète et moderne de services de gestion des réserves libellées en euros.

Artiste

Jacob Dahlgren

Titre

Kraków, 2002

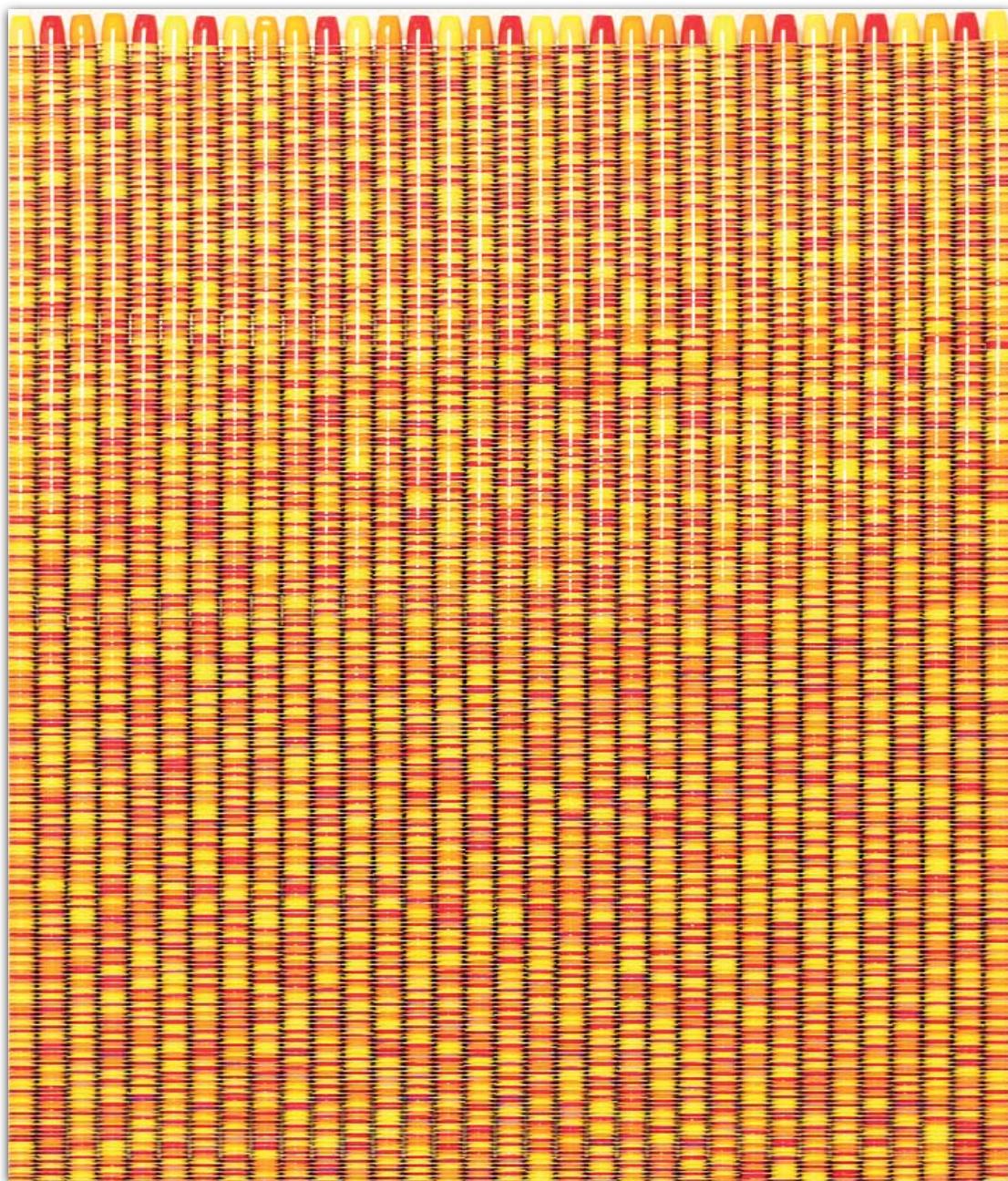
Support

Pots de yaourt montés sur aluminium

Format

184 × 148 × 10 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



CHAPITRE 3

LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES

I LA STABILITÉ FINANCIÈRE

L'Eurosystème contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités nationales compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier. Il donne également des avis à ces autorités et à la Commission européenne sur la portée et l'application de la législation communautaire dans ces domaines.

I.1 LE SUIVI DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

La BCE, en collaboration avec le Comité de la surveillance bancaire (*Banking Supervision Committee* – BSC) du SEBC, assure le suivi des risques pesant sur la stabilité financière afin d'évaluer la capacité du système financier à absorber les chocs¹. L'accent est mis sur les banques, qui continuent à être les principaux intermédiaires pour l'acheminement des fonds des déposants vers les emprunteurs dans la zone euro et constituent, à ce titre, un important vecteur de diffusion des risques vers le reste du système financier. Cependant, étant donné l'importance croissante des autres institutions et marchés financiers et leurs interactions avec les banques, les vulnérabilités de ces composantes du système financier peuvent s'étendre aux banques. Par conséquent, le suivi couvre également les évolutions de ces autres composantes.

LES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

En 2004, la capacité d'absorption des chocs du système financier de la zone euro s'est améliorée. Les institutions financières ont profité d'un raffermissement plus important que prévu de l'activité économique mondiale, d'un renforcement des bilans des grandes entreprises et de la permanence d'une forte appétence pour le risque de la part des investisseurs. Par conséquent, la rentabilité des banques et des sociétés d'assurance s'est accrue. Cependant, les signes antérieurs de fragilité des marchés financiers mondiaux ont persisté, car les opérateurs ont perçu le risque d'une remontée des taux d'intérêt à long terme, situés jusqu'alors à des niveaux très faibles.

Dans le secteur bancaire de la zone euro, les grandes banques ont consolidé la tendance démarrée en 2003, continuant à afficher les signes d'une meilleure rentabilité. La poursuite de la réduction des coûts et la diminution des provisions pour créances irrécouvrables sont principalement à l'origine de cette amélioration en 2004. Le processus a été généralisé, les banques les moins performantes parvenant également à accroître leur rendement sur capitaux propres.

Afin de renforcer leur rentabilité, les banques ont donné la priorité au contrôle des coûts. Ces derniers ont été principalement réduits par une diminution de la taille des réseaux de succursales et des effectifs. Les provisions pour créances irrécouvrables ont baissé en 2004, comme en 2003. Cette évolution semble tenir essentiellement à une évaluation plus favorable du risque de crédit par les banques, en raison de la reprise économique. Leur réappréciation de la situation paraît avoir reflété les anticipations d'une consolidation de la rentabilité du secteur des entreprises et d'un nouveau renforcement des bilans des grandes entreprises de la zone euro. Cependant, d'après certaines indications, les perspectives des petites et moyennes entreprises sont restées moins favorables que celles des grandes entreprises.

En dépit de l'amélioration de la rentabilité des banques, les produits nets d'intérêt (qui forment le noyau de la rentabilité du secteur bancaire) ont continué à décliner en 2004. Cette évolution s'est produite en dépit de signes précurseurs d'une reprise des prêts aux entreprises et du dynamisme persistant des prêts immobiliers aux ménages. La diminution des produits nets d'intérêt résulte essentiellement du bas niveau des taux d'intérêt et d'un aplatissement de la courbe des rendements qui, tout en stimulant la

¹ En 2004, la BCE a publié, pour la première fois, un rapport sur la stabilité du système financier de la zone euro intitulé *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière). Elle a également publié la troisième édition du rapport intitulé *EU banking sector stability* (La stabilité du secteur bancaire de l'UE), qui présente les principaux résultats du suivi régulier de la stabilité du secteur bancaire par le BSC. Ces publications sont disponibles sur le site internet de la BCE.

demande de financements, a réduit les marges sur les crédits et les dépôts des banques de la zone euro. En ce qui concerne les produits nets hors intérêts, les profits exceptionnels enregistrés par de nombreux établissements en 2003, grâce au dynamisme des marchés boursiers et au resserrement des écarts de taux, ne se sont pas renouvelés en 2004. D'après quelques indications, certaines grandes banques de la zone euro ont augmenté leur risque de marché au cours de l'année 2004. Les banques ont bénéficié de commissions plus importantes, en raison essentiellement de l'augmentation de leur activité liée aux marchés de capitaux, à la fois pour leur propre compte et dans le cadre de la gestion de patrimoine.

Les principaux ratios réglementaires de solvabilité des grandes banques de la zone euro se sont encore améliorés en 2004. Il convient de souligner que les banques dont les ratios étaient les plus faibles ont réussi à renforcer leur solvabilité. L'amélioration de la capacité de ces banques à absorber les chocs a contribué de façon positive à la stabilité du système financier de la zone euro.

Les performances financières des sociétés d'assurance ont également continué à s'améliorer en 2004. Dans le secteur hors assurance-vie, cette évolution s'explique essentiellement par la bonne tenue des revenus nets liés aux primes, grâce à une tarification plus adaptée aux risques et à des conditions de souscription plus strictes. Cette amélioration du cœur de l'activité de ce secteur lui a permis de renforcer encore sa solvabilité, déjà confortable. Dans la plupart des pays, les sociétés d'assurance-vie ont enregistré une progression des revenus de primes, soutenue par une demande accrue de produits dont les performances sont liées au marché boursier. Cette tendance, conjuguée à une augmentation des revenus nets d'investissement, a contribué à l'amélioration de leur solvabilité. Cependant, les sociétés d'assurance-vie financièrement les plus fragiles restent soumises à de fortes tensions.

Le secteur des fonds spéculatifs (*hedge funds*) a poursuivi sa croissance dans le monde en 2004. Malgré la faiblesse des rendements réalisés en 2004, il n'est pas apparu clairement que les investisseurs retiraient leurs fonds. Les implications du développement de ce secteur pour la stabilité financière trouvent essentiellement leur origine dans ses liens avec le secteur bancaire. La forte concurrence entre les départements bancaires en charge des services aux fonds spéculatifs (*prime brokers*) a permis d'améliorer leur accès au crédit. Ces intermédiaires sont généralement des banques et des entreprises d'investissement qui fournissent notamment des financements et des services de courtage aux fonds spéculatifs, certains opérateurs importants provenant de la zone euro. La gestion du risque de contrepartie par ces intermédiaires, qui s'est améliorée après la quasi-faillite du fonds *Long Term Capital Management* en 1998, a bénéficié d'une large utilisation des indicateurs de perte potentielle maximale (*Value-at-Risk*) et des simulations de crise (*stress tests*).

LES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES

Les changements structurels intervenant dans le secteur bancaire peuvent avoir des conséquences importantes pour la stabilité financière à long terme. Les choix stratégiques effectués par les banques ont une incidence sur l'arbitrage risque/rentabilité, influant en définitive sur la capacité du système financier à absorber les chocs. Outre les modifications de l'environnement réglementaire et prudentiel (cf. la section 2 de ce chapitre), les évolutions structurelles les plus importantes en 2004 ont continué de concerter la consolidation, l'internationalisation, l'intermédiation et l'externalisation².

Le secteur bancaire de la zone euro s'est caractérisé, ces dernières années, par un processus continu de consolidation. Sur la période 1997-2004, près de 2 300 établissements

² On trouvera une analyse plus détaillée des évolutions structurelles dans le rapport du BSC intitulé *Review of structural developments in the EU banking sector* (Examen des évolutions structurelles du secteur bancaire de l'UE), novembre 2004.



de crédit ont disparu. Cette consolidation est due en partie aux fusions et acquisitions, mais également aux opérations de restructuration interne des groupes bancaires. Ces dernières peuvent aider les banques à maintenir ou à améliorer leur rentabilité, ce qui devrait en définitive renforcer la résistance du système bancaire. Cependant, dans la mesure où ce processus conduit à la création d'institutions financières importantes et complexes, d'importance systémique, son incidence finale est sans doute plus ambiguë, ce qui souligne la nécessité de renforcer les mécanismes de contrôle interne des risques et de mettre en œuvre une surveillance efficace.

Les opérations de fusions et acquisitions ont été principalement réalisées sur le plan national. Au cours des dix dernières années, les opérations bancaires européennes transfrontières ont représenté seulement 15 % du volume total des fusions dans le secteur bancaire européen, contre une moyenne de 40 % environ dans le secteur industriel. Cette permanence de l'orientation nationale peut être due, entre autres, à la possibilité de réaliser des synergies de coûts plus importantes par la consolidation interne, ainsi qu'aux différences en termes de règles fiscales, de normes de protection des consommateurs et de cultures d'entreprise.

En dépit de la relative faiblesse de l'activité de fusion-acquisition transfrontière, le processus d'internationalisation se poursuit. Les actifs détenus par les banques de la zone euro dans leurs succursales et filiales situées dans d'autres pays de la zone représentent actuellement plus de 10 % des actifs bancaires non consolidés de la zone. Par ailleurs, les banques ont fourni de plus en plus de services financiers sur une base transfrontière sans disposer d'implantation

locale dans le pays du bénéficiaire. Les progrès les plus sensibles ont été réalisés dans le domaine interbancaire et pour les transactions de gros montants, tandis que le volume de l'activité de clientèle exercée sur une base transfrontière demeure très faible.

Les opérations de clientèle ont pris une ampleur croissante au cours des dernières années, en raison notamment de l'augmentation rapide de la demande de prêts immobiliers. Cette évolution souligne combien il est important que les banques de la zone euro se recentrent sur les métiers de base et s'attachent à mieux connaître leur clientèle.

En 2004, l'externalisation des activités a continué à prendre de l'importance. Elle se présente sous deux formes : le recours à des fournisseurs extérieurs et la sous-traitance au sein du groupe. Généralement, les activités logistiques et de *back-office* sont externalisées, tandis que les métiers de base restent au sein de la banque. Dans les structures de groupe plus importantes, certains métiers de base sont effectués par des filiales spécialisées et leurs produits sont distribués par d'autres entités du groupe. L'externalisation traduit essentiellement une volonté de réduire les coûts, mais l'acquisition d'une gestion et d'une expertise professionnelles et la libération de ressources pour les métiers de base sont également souvent invoquées à l'appui du processus. Il est nécessaire de surveiller les implications de cette évolution pour la stabilité financière, notamment lorsque de nombreuses institutions financières externalisent vers un prestataire de services unique.

1.2 LA COOPÉRATION DANS LES SITUATIONS DE CRISE

Le cadre de la coopération entre les banques centrales et les autorités de contrôle bancaire dans le domaine de la gestion de crise a continué à être renforcé. En juin 2004, les banques centrales et les contrôleurs bancaires des nouveaux États membres de l'UE ont convenu d'adhérer au Protocole d'accord relatif à la coopération dans les situations de gestion de crise. Ce protocole, signé par les autres banques centrales et les contrôleurs bancaires de l'UE en mars 2003, est constitué d'un ensemble de principes et de procédures relatifs à la coopération transfrontière entre ces autorités dans des situations de crise.

De plus, le BSC et le Comité européen des contrôleurs bancaires (*Committee of European Banking Supervisors* – CEBS) ont mis en place un groupe de travail conjoint sur la gestion de crise, comprenant des représentants de l'ensemble des autorités de surveillance et des banques centrales de l'UE. Sa mission est d'élaborer des propositions visant à promouvoir la coopération, afin d'identifier notamment les meilleures pratiques de gestion des crises financières dans un contexte transfrontière. Il contribuera également aux travaux du Comité économique et financier (CEF) dans le domaine de la gestion de crise.

2 LA RÈGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES

2.1 LE SECTEUR BANCAIRE

Dans le domaine de la surveillance bancaire, la réforme du dispositif d'adéquation des fonds propres est restée essentielle en 2004. En juin, les gouverneurs des banques centrales et les responsables des autorités de surveillance bancaire des pays du G10 ont approuvé le nouveau dispositif, connu sous l'appellation de Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres ou Bâle II. Il s'agit d'une avancée majeure vers l'aboutissement des efforts accomplis depuis cinq ans par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) et les autorités de surveillance concernées. Le nouveau dispositif sera mis en œuvre fin 2006. Toutefois, l'utilisation des approches les plus avancées pour le calcul des exigences en fonds propres des banques ne sera autorisée qu'un an plus tard.

À la suite de l'approbation du nouveau dispositif, les activités internationales et européennes dans ce domaine se sont recentrées sur les questions de mise en œuvre et sur les travaux du Groupe pour l'application de l'accord du CBCB. Un certain nombre de pays, à la fois au sein du G10 et à l'extérieur, devraient effectuer une quatrième étude quantitative d'impact (*fourth quantitative impact study* – QIS4). Les résultats devraient être disponibles fin 2005 et pourraient conduire à de nouveaux ajustements quantitatifs du dispositif en 2006. Le CBCB a également identifié des domaines techniques exigeant des travaux plus poussés. La BCE continuera à soutenir ce processus de mise en œuvre et à y contribuer par le biais de sa participation en tant qu'observateur au CBCB et à ses principaux sous-groupes, dont le Groupe pour l'application de l'accord.

Au niveau européen, le nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres de l'UE, qui sera fondé sur Bâle II, sera introduit dans la législation de l'UE par amendement, d'une part, de la directive relative à l'accès et à l'exercice de l'activité d'établissement de crédit et, d'autre part, de la directive sur l'adéquation des fonds propres. À la différence de Bâle II, qui s'applique seulement aux banques opérant à l'échelle internationale, le dispositif de fonds

propres de l'UE s'appliquera à tous les établissements de crédit sur une base consolidée et individuelle, ainsi qu'aux entreprises d'investissement. Le dispositif de l'UE prévoit une amélioration de la coopération et de la coordination entre les autorités de contrôle bancaire en renforçant le rôle de l'autorité chargée de la surveillance consolidée (*consolidating supervisor*). Il s'agit, en règle générale, de l'autorité nationale de surveillance de l'État membre où la société mère du groupe a obtenu son agrément, et qui est responsable du niveau le plus élevé de surveillance d'un groupe bancaire transfrontière de l'UE. Cette autorité verrait son rôle accru en devenant responsable de la coordination du traitement et de l'approbation de toute demande formulée par un groupe transfrontière de l'UE visant à utiliser les approches les plus sophistiquées de calcul des exigences en fonds propres. Le renforcement du rôle de l'autorité chargée de la surveillance consolidée réduirait ainsi la contrainte de surveillance globale pesant sur un tel groupe bancaire.

Après avoir été consultée par le Conseil de l'UE, la BCE a émis un avis sur le nouveau dispositif de fonds propres de l'UE, dans lequel elle soutenait globalement les grandes lignes du nouvel ensemble de règles. La BCE a mis l'accent sur la mise en œuvre parallèle du nouveau dispositif de l'UE et du dispositif révisé de Bâle, essentielle pour assurer l'égalité de traitement entre les banques européennes et leurs concurrentes d'autres pays. La BCE a également insisté sur la nécessité de renforcer la coopération entre les autorités de surveillance afin de poursuivre la transposition et la mise en œuvre cohérentes de la législation de l'UE dans les lois et les pratiques nationales. Dans ce dernier domaine, le CBCB devrait jouer un rôle essentiel.

2.2 LES VALEURS MOBILIÈRES

Le Conseil de l'UE a adopté en mai 2004 une des mesures les plus importantes du Plan d'action pour les services financiers (PASF), la

directive sur les marchés d'instruments financiers, qui remplace le dispositif mis en place par la directive de 1993 sur les services d'investissement. La nouvelle directive met en place un ensemble exhaustif de règles relatives à tous les supports de négociation, à savoir les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les intermédiaires qui exécutent les ordres des clients en interne. Elle renforce la coopération entre les autorités de tutelle en vue d'instaurer un dispositif de surveillance efficace au sein de l'UE.

Des travaux sont en cours afin d'harmoniser davantage les règles de diffusion qui s'appliquent aux sociétés dont les valeurs mobilières sont cotées sur les marchés européens. Le Conseil de l'UE est parvenu en mai 2004 à un accord politique sur une nouvelle directive, connue sous le nom de directive sur la transparence financière. L'introduction de normes de diffusion harmonisées et renforcées aura des effets positifs sur l'économie européenne.

En raison de leur importance pour l'intégration des marchés financiers européens et pour le renforcement de la stabilité financière, l'Eurosystème soutient pleinement ces deux initiatives réglementaires et a suivi avec attention le déroulement du processus législatif y afférent. La BCE a également participé à ce processus par le biais de sa contribution aux travaux du Comité européen des valeurs mobilières.

2.3 LA COMPTABILITÉ

L'Eurosystème suit avec intérêt l'élaboration d'un cadre comptable harmonisé au sein de l'UE en raison de son incidence potentielle sur les banques et, en définitive, sur la stabilité financière. L'Eurosystème soutient également le développement de nouvelles normes appelées à favoriser la poursuite de l'intégration financière et à contribuer au renforcement de l'efficacité des marchés financiers en Europe. En 2004, le

Conseil des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Board – IASB*) a poursuivi ses travaux sur les nouvelles normes comptables, et notamment sur la norme comptable internationale 39 (IAS 39) relative à la comptabilisation en juste valeur des instruments financiers, qui tiennent une grande place dans les bilans des banques.

Les préoccupations relatives aux implications potentielles de cette norme pour la stabilité financière, exprimées notamment par le Conseil des gouverneurs et les autorités de surveillance prudentielle, ont incité l'IASB à publier un rapport sur les risques attachés à l'IAS 39, qui a introduit certaines restrictions sur l'utilisation optionnelle de la juste valeur pour les instruments financiers. L'avis du Conseil des gouverneurs sur ce rapport, également fondé sur des éléments quantitatifs, a été largement favorable, sous réserve d'une mise en œuvre prudente de l'option de la juste valeur par les banques. Cette évaluation a été transmise par une lettre adressée par le président de la BCE à l'IASB en septembre 2004, qui invitait également à ne recourir à l'option de la juste valeur que pour réduire la volatilité artificielle³. Le dialogue avec l'IASB se poursuivra en 2005.

³ Cette lettre, ainsi que l'annexe contenant les principaux résultats de l'analyse empirique, est disponible sur le site internet de la BCE.

3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

Le SEBC s'attache à 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. En outre, l'intégration des marchés financiers devrait contribuer à l'instauration d'une égalité de traitement entre tous les agents économiques, 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 et d'un rôle de catalyseur de l'action collective des opérateurs de marché.

LA CONTRIBUTION À LA POLITIQUE DE L'UE EN MATIÈRE DE SERVICES FINANCIERS

Le Plan d'action pour les services financiers (PASF), lancé par la Commission européenne en mai 1999, avait pour but de compléter le dispositif législatif nécessaire pour permettre aux libertés de marché de s'exercer pleinement dans le domaine des services financiers dans l'ensemble de l'UE. L'adoption, à la fin de la session du Parlement européen mi-2004, de trente-neuf des quarante-deux mesures communautaires figurant dans le PASF a entraîné une amélioration significative de la réglementation du secteur financier de l'UE et représente une avancée importante dans le processus d'intégration des marchés financiers et des infrastructures de marché européens. En juin 2004, la BCE a participé à la conférence de haut niveau sur l'intégration financière européenne organisée par la Commission européenne afin de dresser un premier bilan des résultats du PASF. Selon la BCE, dont l'opinion a été largement partagée par les autres participants, l'importance de la contribution du PASF à la création effective d'un marché financier unique dépend de la mise en œuvre et de l'application cohérentes de ses mesures par les États membres. Il faudra probablement un certain temps pour que l'incidence du PASF sur les institutions financières et les marchés

financiers se manifeste pleinement car un certain nombre de mesures essentielles n'ont été adoptées que récemment et la plupart doivent encore être mises en application au niveau national.

S'agissant des futurs chantiers, la BCE estime que la rationalisation du cadre réglementaire relatif aux institutions financières constitue une priorité. Un tel cadre devrait être à la fois plus harmonisé entre les États membres que le dispositif actuel et suffisamment flexible pour s'adapter à un environnement en mutation. Ce projet devrait être complété par un effort important en termes de convergence des pratiques de surveillance, objectif qui serait réalisé grâce à une coopération accrue entre les autorités nationales, notamment au sein des comités de niveau 3. Dans ce contexte, une analyse très poussée de la relation entre intégration financière et stabilité financière est également nécessaire. Il convient notamment d'analyser de manière plus approfondie l'incidence du développement de l'activité bancaire transfrontière sur le principe du contrôle par le pays d'origine, qui est au cœur du cadre réglementaire de l'UE. La politique de la concurrence, essentielle pour le développement d'un marché paneuropéen, doit également faire partie de l'environnement de « l'après PASF ». Un rôle plus important du secteur privé, par le biais de l'autorégulation, pourrait également favoriser l'intégration. La BCE contribuera à l'élaboration d'initiatives pour « l'après PASF ». À cet effet, elle s'appuiera sur ses travaux de recherche sur les questions relatives à l'intégration financière (cf. encadré 12).

L'INITIATIVE SUR LES TITRES EUROPÉENS À COURT TERME

Le secteur privé peut contribuer à l'intégration financière par le biais d'une action collective visant à promouvoir la convergence des pratiques de marché. Dans ce processus, la BCE peut agir comme un catalyseur, comme l'illustre son rôle dans l'initiative STEP (*Short-Term European Paper*). L'ACI, l'Association des marchés financiers, a lancé cette initiative afin

Encadré 12

LE RÉSEAU DE RECHERCHE SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRE EN EUROPE

En 2002, la BCE et le *Center for Financial Studies* (CFS) ont créé un réseau visant à promouvoir les travaux de recherche sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe. À l'origine, ce réseau avait été mis en place pour une période de deux ans, qui s'est achevée en mai 2004 par un colloque organisé autour de ses cinq domaines de recherche prioritaires.

Les recherches présentées dans le domaine des marchés obligataires européens se sont révélées particulièrement instructives. La mise en place d'une plate-forme électronique commune de négociation au niveau paneuropéen (EuroMTS) a considérablement réduit les coûts de transaction. Elle a non seulement amélioré l'intégration de ce compartiment du marché, mais également permis une augmentation de la liquidité et une baisse des rendements, notamment pour les bons du Trésor qui font l'objet d'un calendrier d'émission. Néanmoins, il subsiste des différences entre les pays en ce qui concerne les écarts de rendement, notamment pour les obligations à long terme; ces différences sont largement imputables à un facteur de risque international. Les écarts en termes de liquidité ne jouent un rôle qu'en liaison avec ce dernier facteur. Le marché des obligations privées, en pleine croissance, présente un niveau d'intégration relativement élevé, tandis que les facteurs liés au pays dans lequel une obligation est émise n'expliquent qu'une part marginale des écarts de rendement constatés sur ce marché.

Les travaux réalisés par le réseau de recherche au cours de ses deux premières années d'existence ont permis d'identifier trois domaines d'action prioritaires : (a) remédier aux caractéristiques structurelles des systèmes de compensation et de règlement qui freinent la poursuite de l'intégration, (b) recourir activement à des politiques favorisant la concurrence pour éviter les pratiques discriminatoires vis-à-vis des fournisseurs étrangers de services financiers, et (c) supprimer les différences subsistant entre les dispositions nationales en matière financière qui accroissent indûment le coût de la fourniture de services financiers au niveau paneuropéen.

Une fois la première phase achevée avec succès, la BCE et le CFS ont décidé que le réseau poursuivrait ses activités jusqu'en 2007. Pour cette seconde phase, son champ d'action a été étendu aux nouveaux États membres de l'UE. Parmi les thèmes de recherche envisagés figurent les premiers effets du Plan d'action sur les services financiers (PASF) sur le fonctionnement du système financier européen, ainsi que différents sujets qui n'avaient pas été abordés lors de la première phase. Les domaines de recherche prioritaires du réseau ont ainsi été étendus à trois thèmes qui n'avaient pas été traités précédemment : (a) la relation entre intégration financière et stabilité financière, (b) l'adhésion à l'UE, le développement financier et l'intégration financière, et (c) la modernisation du système financier et la croissance économique en Europe¹.

¹ Une synthèse des résultats de la première phase des travaux du réseau a été publiée dans le rapport intitulé *Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years* (Réseau de recherche sur les marchés de capitaux et l'intégration financière en Europe : résultats et expériences après deux années) (BCE et CFS, 2004) ainsi que dans un numéro spécial de la publication *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20 (4), relatif à l'intégration financière européenne et réalisé en collaboration avec le réseau.

de favoriser la convergence des normes et des pratiques en vigueur sur les marchés européens des titres à court terme qui sont actuellement fragmentés. Cette convergence sera réalisée grâce au respect, sur une base volontaire, par les intervenants de marché, des normes spécifiées dans une convention de marché, qui couvrira la diffusion des informations, la documentation, le règlement et la fourniture de données au SEBC pour l'établissement de statistiques. L'ACI attribuera un label STEP aux programmes d'émission existants qui satisfont à ces conditions. Toutefois, le label ne fera référence ni à la solidité financière de l'émetteur, ni à la liquidité des actifs ou à l'exactitude des informations fournies dans le mémorandum d'information. En outre, les réglementations nationales relatives aux titres de créance continueront de s'appliquer. Les promoteurs de cette initiative ont présenté leurs recommandations dans un rapport publié en mars 2004, qui comporte également quelques recommandations adressées au SEBC.

Le Conseil des gouverneurs a évalué les recommandations de l'ACI et les a accueillies favorablement dans l'ensemble. S'agissant des recommandations adressées au SEBC, il a été décidé que dans certaines conditions, le SEBC apporterait un soutien technique aux activités se rapportant à la mise en place d'un label STEP au cours des deux premières années suivant son lancement. La responsabilité du label STEP reviendrait toutefois en dernier ressort au Comité de marché STEP. Une telle contribution technique au processus d'attribution du label ne conduirait pas le SEBC à entreprendre une quelconque action, telle que l'interdiction ou la suspension d'une émission, au cas où un émetteur ne respecterait pas les exigences de la convention. Dans ce cas, la seule conséquence serait le retrait par l'ACI du label STEP au programme d'émission. Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'adopter la recommandation relative à l'établissement et à la publication de statistiques concernant les rendements et les volumes, sous réserve de vérification de l'efficacité du processus de collecte. L'ACI s'emploie actuellement à mettre

en œuvre le projet STEP en prenant en compte les décisions du Conseil des gouverneurs.

L'ESPACE UNIQUE DE PAIEMENT EN EUROS (SEPA)

La BCE joue également un rôle de catalyseur dans la mise en place d'un espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*), projet qui a été lancé par le secteur bancaire européen en 2002. L'objectif est de permettre l'exécution de paiements transfrontières dans toute la zone euro à partir d'un même compte bancaire, avec autant de facilité et de sécurité que s'il s'agissait de paiements domestiques. Tous les paiements devraient présenter un degré de sécurité et d'efficacité au moins aussi élevé que s'ils étaient effectués par le biais des systèmes de paiement nationaux les plus performants. La BCE participe en tant qu'observateur au Conseil européen des paiements (*European Payments Council – EPC*), qui a été instauré par le secteur bancaire européen afin de conduire ce projet. Tout au long de 2004, l'Eurosystème a poursuivi une étroite coopération avec les intervenants de marché au sein du Groupe de contact pour la stratégie en matière de paiements en euros (*Contact Group on Euro Payments Strategy – COGEPS*). Il a aussi étroitement collaboré avec la Commission européenne, compte tenu du rôle complémentaire de la Commission et de la BCE dans la mise en place de l'espace unique de paiement en euros.

Dans le troisième rapport d'étape sur l'espace unique de paiement en euros, le Conseil des gouverneurs a évalué officiellement les avancées réalisées par le secteur bancaire dans ce domaine⁴. Il a salué l'objectif du secteur bancaire consistant à mettre en place une infrastructure SEPA complète d'ici fin 2010, tout en recommandant l'achèvement, dès 2008, d'un SEPA pour le grand public, c'est-à-dire la possibilité, pour les particuliers et les entreprises, d'utiliser des instruments et des normes paneuropéens également pour leurs

⁴ *Vers un espace unique de paiement en euros – Troisième rapport d'étape*, BCE, décembre 2004

paiements nationaux. L'EPC est responsable de la définition des objectifs et de la stratégie globale du SEPA, mais la mise en œuvre est susceptible de varier en fonction des conditions en vigueur au niveau local. Afin de faciliter la mise en œuvre au niveau national, l'Eurosystème invite les communautés bancaires de la zone euro à présenter à l'EPC, courant 2005, des plans nationaux pour la transition progressive vers le SEPA d'ici fin 2010.

LES PAIEMENTS ÉLECTRONIQUES

Les paiements électroniques sont des paiements qui sont initiés et traités par voie électronique. Les activités de l'Eurosystème ayant trait aux paiements électroniques consistent notamment à promouvoir la coopération et la formation d'un consensus au sein du marché des paiements électroniques, à suivre son évolution et à en accroître le degré de sécurité, ainsi qu'à améliorer les informations statistiques y afférentes. En 2004, la BCE a continué de gérer le site internet de l'Observatoire des systèmes de paiements électroniques (*e-Payment Systems Observatory* – ePSO)⁵. En novembre 2004, elle a organisé une conférence sur « les paiements électroniques sans frontières », qui avait été précédée de la publication d'un document d'étude afin de recueillir les commentaires du public. Bien que des progrès aient été réalisés dans l'ensemble, des efforts considérables restent nécessaires pour parvenir à des systèmes de paiements électroniques transfrontières sûrs, conviviaux et efficaces. Cela vaut tout particulièrement pour les paiements de masse électroniques, qui présentent encore des différences considérables en matière de caractéristiques opérationnelles, de tarification et de réglementation.

LES DISPOSITIFS DE PAIEMENT PAR CARTE

L'Eurosystème attache une grande importance aux cartes de paiement dans la mesure où elles constituent un des principaux moyens de paiement scripturaux, notamment dans un contexte transfrontière. La BCE a effectué une enquête afin d'obtenir davantage d'informations concernant la structure de l'activité de

paiements par carte en Europe ainsi que les différents modes de traitement et de règlement de ces paiements. Cette enquête couvre des aspects liés à la gouvernance, l'émission des cartes et l'acquisition des transactions, à l'infrastructure technique générale, ainsi qu'à la gestion des risques et au cadre juridique. La BCE a également organisé une table ronde sur les cartes de paiement, qui a réuni les principales parties prenantes et acteurs dans ce domaine. À cette occasion, l'Eurosystème a fait état de son intérêt croissant pour le sujet, dans le cadre de son action destinée à promouvoir un espace unique de paiement en euros, et a recensé un certain nombre de points devant faire l'objet d'un suivi, tels que les commissions d'échange, l'acceptation des cartes, le cadre réglementaire et la prévention de la fraude.

L'INFRASTRUCTURE DE COMPENSATION ET DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES

En avril 2004, la Commission européenne a publié, pour consultation publique, une communication sur la compensation et le règlement-livraison de titres, exposant les actions qu'elle a l'intention d'entreprendre afin de favoriser l'intégration et l'efficacité dans ce domaine au niveau européen. L'Eurosystème a accueilli favorablement les initiatives présentées dans cette communication⁶.

La BCE favorise l'intégration et la réforme des mécanismes de compensation et de règlement-livraison de titres par le biais de sa participation au groupe d'experts consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison (*Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group*), mis en place par la Commission en 2004. Elle contribue ainsi à la coordination des initiatives du secteur privé et du secteur public et assure la liaison avec le marché, afin d'encourager la suppression des obstacles techniques recensés par le groupe Giovannini, forum d'experts financiers qui conseille la Commission sur les questions

⁵ ePSO est une plate-forme de partage de l'information sur les paiements électroniques (site internet : www.e-pso.info).

⁶ *Communication on clearing and settlement – the Eurosystem's response*, BCE, juillet 2004

financières. En outre, la BCE a tenu une réunion conjointe avec l'Association européenne des dépositaires centraux et l'Association des dépositaires centraux de titres d'Europe centrale et orientale, portant sur l'intégration du secteur européen de la compensation et du règlement-livraison de titres. La BCE accueillerait favorablement de nouvelles mesures en vue de la création d'une association européenne unique regroupant les dépositaires centraux de titres.

Le processus de consolidation de l'infrastructure européenne de règlement-livraison de titres s'est poursuivi en 2004 avec la fusion des dépositaires centraux de Finlande et de Suède. Ce nouveau groupe a pour objectif, à long terme, de recourir à une plate-forme technologique commune.

LE SUIVI DE L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

La BCE développe plusieurs indicateurs destinés à mesurer le degré d'intégration financière dans la zone euro. Une série d'indicateurs a d'ailleurs fait l'objet d'une étude de la BCE, publiée en 2004⁷. Elle sert de base à l'évaluation des progrès réalisés en matière d'intégration sur divers marchés financiers. L'encadré 13 fournit de plus amples informations sur l'intégration des marchés du crédit de la zone euro. La BCE a l'intention de poursuivre, à l'avenir, l'évaluation des progrès accomplis en matière d'intégration financière.

⁷ Cf. L. Baele et al., *Measuring financial integration in the euro area*, Études concernant des sujets spécifiques n° 14, BCE, mai 2004

Encadré 13

L'INTÉGRATION FINANCIÈRE DES MARCHÉS DU CRÉDIT DE LA ZONE EURO

La comparaison des taux d'intérêt pratiqués dans les différents pays constitue un indicateur important de l'intégration dans le domaine de la banque de détail. Plus elle progresse, et plus les écarts de taux d'intérêt constatés entre les pays pour des produits bancaires similaires devraient se resserrer. Cependant, compte tenu des différences existant entre les produits proposés et les établissements, il est difficile dans la pratique de vérifier si ces écarts se réduisent effectivement. Cela vaut tout particulièrement dans le domaine de la banque de détail, les marchés de la zone euro continuant de revêtir un caractère essentiellement local. Outre les obstacles d'ordre géographique, de nombreux facteurs expliquent les écarts observés entre pays, notamment des aspects économiques, structurels et institutionnels. Ces facteurs ont trait, par exemple, aux différences existant en matière de réglementation, de concurrence, de relations entre les banques et leurs clients et de configuration globale du système financier.

Les statistiques de taux d'intérêt harmonisées de la BCE peuvent servir à mesurer l'intégration des marchés du crédit de la zone euro. Toutefois, lorsqu'on interprète ces données, il convient de garder à l'esprit que, au sein de chaque catégorie de taux d'intérêt, les séries nationales peuvent encore présenter une grande hétérogénéité. Cela est dû, par exemple, à l'agrégation de plusieurs instruments au sein des catégories d'échéance actuellement définies et à l'agrégation de prêts garantis et de prêts en blanc au sein d'une même catégorie. En tenant compte de ces limites, plusieurs mesures de l'intégration fondées sur la dispersion des taux d'intérêt entre pays indiquent que le degré d'intégration varie de manière significative d'un compartiment de marché à l'autre. Par exemple, il semble être plus élevé dans le cas des prêts au logement et des prêts à court terme aux sociétés non financières, et plus faible pour les découverts bancaires accordés aux sociétés non financières et les prêts à la consommation consentis aux ménages.

4 LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

L'une des missions statutaires de l'Eurosystème est d'assurer la surveillance des systèmes de paiement et de compensation. Cette surveillance vise à garantir que l'organisation générale des flux de paiement au sein de l'économie est efficace et sûre. L'Eurosystème porte également 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, des défaillances survenant lors du règlement des garanties pouvant compromettre la mise en œuvre de la politique monétaire et le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

4.1 LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES ET DES INFRASTRUCTURES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ EN EUROS

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. L'Eurosystème applique les mêmes normes de surveillance, qu'il s'agisse de ses propres systèmes ou de ceux gérés par le secteur privé. Ces normes sont les « Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique », adoptés par le Conseil des gouverneurs en 2001 ; elles constituent le fondement de la politique de surveillance des systèmes de paiement d'importance systémique exercée par l'Eurosystème.

LE SYSTÈME TARGET ET LES AUTRES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ

Le cadre de surveillance de *Target* a été précisé avec la définition de normes méthodologiques minimales auxquelles l'ensemble des BCN et la BCE devront se conformer pour mettre en œuvre la surveillance du système. Les autorités de surveillance de *Target* ont également commencé à étudier le projet *Target 2* du point de vue de la surveillance.

En 2004, les systèmes de paiement en euros de montant élevé ont été évalués au regard des Principes fondamentaux en se fondant sur la

situation à mi-2003. Les résultats d'ensemble ont été publiés en mai 2004. Il en ressort que toutes les composantes de *Target* ont atteint un degré élevé de conformité avec ces Principes. Un petit nombre de points nécessitant une amélioration ont été relevés en matière d'efficacité économique et continuité de fonctionnement. Ces questions seront suivies par les autorités de surveillance et les gestionnaires de *Target*. Les autorités de surveillance ont reconnu l'importance du rôle joué par les gestionnaires du système pour assurer, *via* la gestion des risques, la sécurité de fonctionnement de *Target*. Leur évaluation du rapport élaboré par les gestionnaires de *Target* sur la situation du système en termes de risque a été globalement positive. L'examen des systèmes de paiement en euros de montant élevé gérés par le secteur privé n'a pas fait apparaître de carences majeures.

EURO 1

La surveillance de EURO 1 a porté essentiellement sur les projets de l'ABE Clearing (ABE – Association bancaire pour l'euro), gestionnaire de EURO 1, de poursuivre le développement du *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. STEP 2 est le système de paiement de masse de l'ABE. Sous réserve de l'approbation de la BCE, son autorité de surveillance, l'ABE envisage d'étendre cette fonctionnalité, actuellement spécifiquement limitée aux participants ayant choisi le dispositif de pré-paiement de EURO 1, pour permettre à tous les membres de EURO 1 de transférer de la monnaie de banque centrale vers EURO 1 *via* le système *Target*, en vue d'accroître leur capacité de traitement dans EURO 1.

LE SYSTÈME CLS (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM)

Le système CLS permet de régler les opérations de change sur la base d'un mécanisme de paiement contre paiement, ce qui réduit

considérablement le risque de règlement dans ces opérations. Les devises réglées dans ce système sont actuellement au nombre de quinze, dont, depuis décembre 2004, le dollar de Hong Kong, le dollar de Nouvelle-Zélande, le won coréen et le rand sud-africain.

En décembre 2004, le système CLS a traité, en moyenne, 69 000 opérations par jour pour un montant moyen de 960 milliards de dollars⁸. Selon une enquête menée par la BRI en avril 2004, le système CLS couvrait à cette date environ un quart de l'ensemble du marché des changes. Après le dollar des États-Unis, l'euro constitue la principale devise réglée dans ce système. En décembre 2004, les règlements en euros dans le système CLS se sont élevés en moyenne à 309 milliards d'euros par jour et ont représenté 22 % du total des règlements en valeur (la part des règlements en dollars est ressortie à 46 %). La part de l'euro a légèrement diminué par rapport à 2003 en raison de l'augmentation du nombre de devises réglées dans CLS ainsi que d'effets de valorisation.

La BCE exerce une double fonction à l'égard de CLS. Elle est impliquée dans le dispositif de surveillance du système et fournit des services de règlement. La BCE participe à la surveillance concertée de CLS, qui est mise en œuvre par les banques centrales des pays du G10 et les banques centrales hors G10 dont la devise est réglée dans le système, le Système fédéral de réserve assurant, en tant que *lead overseer*, la coordination de la surveillance. En 2004, la BCE a consacré l'essentiel de son activité de surveillance au renforcement de la robustesse du système et au développement d'un cadre objectif pour inclure de nouvelles devises dans CLS.

La BCE estime que CLS constitue une solution très convaincante pour la réduction du risque de règlement dans les opérations de change impliquant l'euro. Toutefois, seule une faible partie des opérations de change interbancaires contre euro sont réglées dans CLS. Aussi les banques ont-elles été invitées à examiner leurs pratiques de règlement des opérations de change

et à évaluer si leurs méthodes de réduction de ce risque sont appropriées.

SWIFT

SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) offre un service de réseau de messagerie destiné à faciliter l'échange sécurisé de messages financiers entre institutions financières. Bien qu'il ne s'agisse pas d'une banque ni même d'une institution financière, les banques centrales assurent la surveillance de cette structure en raison de son importance pour le bon fonctionnement du système financier mondial. La BCE participe à la surveillance de SWIFT, qui est exercée de manière concertée entre les banques centrales du G10, la Banque nationale de Belgique assurant, en tant que *lead overseer*, la coordination de la surveillance du système. En 2004, les dispositifs de surveillance ont été renforcés en vue d'assurer une participation appropriée de l'ensemble des autorités de surveillance du G10 et de permettre la rationalisation des procédures d'information et de communication entre SWIFT et ses autorités de surveillance. Ces dernières se sont intéressées en particulier à la robustesse de SWIFT aux crises, aux processus de gestion interne des risques et au remplacement de l'ancien réseau de messagerie de SWIFT par SWIFTNet, infrastructure reposant sur la technologie de l'internet.

LES ACTIVITÉS DE BANQUE CORRESPONDANTE

Les banques disposent fréquemment de mécanismes leur permettant de s'offrir mutuellement des services de paiement et autres services connexes, et ce principalement pour les paiements transfrontières. Ces arrangements sont qualifiés d'activités de banque correspondante (*correspondent banking*). En 2004, la quatrième étude menée par l'Eurosystème sur les activités de banque correspondante a confirmé que les activités de banque correspondante en euros sont fortement

⁸ Chaque opération comporte deux transactions, une dans chaque monnaie concernée. Par conséquent, en décembre 2004, le système CLS a réglé un montant quotidien moyen équivalent à 1 920 milliards de dollars.

concentrées sur un petit nombre d'acteurs dans l'UE. À l'heure actuelle, cette situation ne présente pas de risque systémique immédiat ; toutefois, l'Eurosystème, qui a intérêt à la stabilité de l'ensemble du système financier, continuera de suivre attentivement les évolutions dans ce domaine.

4.2 LES SERVICES DE PAIEMENT DE DÉTAIL

LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MASSE

Sur la base des « Normes de surveillance applicables aux systèmes de paiement de masse en euros » adoptées par le Conseil des gouverneurs en 2003, un exercice de classification a été conduit en 2004, qui a permis d'identifier quinze systèmes de paiement de masse en euros relevant de la surveillance de l'Eurosystème. Parmi ces systèmes, six sont été qualifiés d'importance systémique et de ce fait tenus de se conformer à la totalité des dix Principes fondamentaux. Sept ont été classés dans la catégorie des systèmes présentant une grande importance et doivent à ce titre respecter les normes de l'Eurosystème applicables aux systèmes de paiement de masse (qui représentent un sous-ensemble des Principes fondamentaux). Deux systèmes n'entrant dans aucune catégorie seront assujettis à des normes de surveillance spécifiquement définies à leur intention par l'autorité de surveillance concernée. Les systèmes d'importance systémique et ceux présentant une grande importance sont évalués au regard des normes de surveillance par les BCN concernées, tandis que la BCE est responsable de l'évaluation du système STEP 2 de l'ABE. L'ensemble de l'exercice d'évaluation et la cohérence entre pays sont coordonnés au niveau de l'Eurosystème.

LES SYSTÈMES DE MONNAIE ÉLECTRONIQUE

Conformément à la définition, établie en 2003, des objectifs relatifs à la sécurité des systèmes de monnaie électronique, et sur la base des évaluations volontaires effectuées par certains systèmes de monnaie électronique,



l'Eurosystème a entrepris, en 2004, d'affiner les exigences méthodologiques et les principes de référence applicables à l'évaluation des systèmes concernés, qui est prévue pour 2005.

4.3 LES SYSTÈMES DE COMPENSATION ET DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES

L'Eurosystème assume deux fonctions en matière de bon fonctionnement des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres et de leur surveillance. D'une part, le Conseil des gouverneurs examine la conformité des systèmes de règlement-livraison de titres aux neuf normes utilisateurs spécifiques⁹. D'autre part, l'Eurosystème coopère avec les autres autorités responsables de la régulation et de la surveillance des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres au niveau de l'UE. Dans ce contexte, la BCE a favorisé les discussions relatives au développement d'un cadre réglementaire paneuropéen pour la compensation et le règlement-livraison par le biais de sa participation au groupe d'experts consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison de la Commission

9 En l'absence de normes de surveillance harmonisées au niveau de l'UE, les normes utilisateurs sont considérées comme étant, *de facto*, les normes communes pour les systèmes de règlement-livraison de titres de l'UE et sont par conséquent traitées dans ce chapitre. Toutefois, les normes utilisateurs n'ont pas vocation à devenir un *corpus* de normes exhaustif en matière de contrôle ou de surveillance des systèmes de règlement-livraison de titres.

européenne. La coopération du SEBC avec le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) a joué un rôle central dans le développement de normes paneuropéennes applicables à la compensation et au règlement-livraison. En outre, la BCE a contribué aux travaux du Groupe des Trente, groupe de réflexion international, en vue d'assurer une mise en œuvre des recommandations du Groupe relatives à la compensation et au règlement-livraison, publiées en 2003, qui soit compatible avec les initiatives de l'UE. La BCE est également à l'origine de l'initiative de la Commission visant à la mise à jour de la directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres adoptée en 1998. Enfin, la BCE a participé à l'élaboration des recommandations pour les contreparties centrales conduite par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

L'ÉVALUATION DES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES

Toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème doivent être couvertes par des garanties appropriées sous forme d'actifs éligibles. Ceux-ci incluent les titres fournis à l'Eurosystème *via* les systèmes de règlement-livraison de titres, c'est-à-dire des prestataires de services spécialisés dans le transfert de propriété juridique ou de droits équivalents sur des titres éligibles d'une partie à une autre. Pour ne pas être exposé à des risques excessifs au cours de ce processus, l'Eurosystème procède chaque année à une évaluation des systèmes de règlement-livraison de titres qu'il utilise à l'aune de neuf normes utilisateurs¹⁰. L'exercice d'évaluation mené en 2004 a porté sur dix-huit systèmes de règlement-livraison. Il en ressort un degré de conformité élevé de ces systèmes avec les normes utilisateurs et le constat que des efforts sont en cours pour introduire de nouvelles améliorations. Certains systèmes ont accru leur fiabilité opérationnelle, et des mesures ont été prises pour renforcer la solidité

financière des gestionnaires des systèmes. L'Eurosystème assure le suivi et accueille favorablement tous les efforts visant à améliorer l'efficacité et la sécurité des systèmes de règlement-livraison de titres utilisés dans le cadre de ses opérations de crédit.

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-livraison de titres entre le SEBC et le CERVM. En particulier, un groupe de travail composé d'un représentant de chaque banque centrale du SEBC et de chaque régulateur de marchés de valeurs mobilières membre du CERVM a été constitué. Ce groupe de travail a élaboré un rapport sur les « Normes pour les systèmes de compensation et de règlement de titres dans l'Union européenne »¹¹, qui a été approuvé par le Conseil des gouverneurs et le CERVM en octobre 2004. Sur la base des recommandations pour les systèmes de règlement de titres émises par le CSPR et l'OICV (*CPSS-IOSCO Recommendations*), le rapport du SEBC et du CERVM comprend dix-neuf normes visant à accroître la sécurité, la solidité et l'efficacité des mécanismes de compensation et de règlement de titres dans l'UE (cf. encadré 14). En comparaison avec les recommandations du CSPR-OICV, les normes SEBC-CERVM cherchent à approfondir et à renforcer les exigences dans certains domaines, compte tenu des caractéristiques propres aux marchés européens. L'objectif général des normes SEBC-CERVM est de promouvoir l'intégration des marchés de capitaux de l'UE. Ces normes mettent ainsi particulièrement l'accent sur les solutions communes et l'interopérabilité. Les travaux de la Commission dans ce domaine ont été pris en considération.

Le groupe de travail a mené ses travaux dans un esprit d'ouverture et de transparence. Les parties intéressées au secteur de la

¹⁰ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, janvier 1998

¹¹ Disponible sur le site internet de la BCE

compensation et du règlement-livraison de titres ont été invitées en de multiples occasions à présenter des commentaires sur ces travaux. Une grande attention a été portée aux contributions reçues et le groupe de travail a fait tout son possible pour prendre en compte les idées ainsi exprimées dans la rédaction des normes. Ces dernières deviendront applicables quand la méthodologie d'évaluation des systèmes aura été développée dans le cadre de la procédure de suivi du rapport. Depuis octobre 2004, le groupe a poursuivi ses travaux dans les quatre domaines suivants: (a) développement de la méthodologie d'évaluation pour les normes relatives aux

systèmes de règlement-livraison de titres ; (b) développement de normes et d'une méthodologie d'évaluation pour les contreparties centrales ; (c) analyse de questions relatives aux conservateurs ayant une importance significative et (d) analyse des sujets intéressant la coopération entre autorités de tutelle, de contrôle et de surveillance.

Encadré 14

NORMES POUR LA COMPENSATION ET LE RÈGLEMENT DE TITRES DANS L'UNION EUROPÉENNE

Norme 1 : Cadre juridique

Les systèmes de compensation et de règlement de titres et les liens qui existent entre eux devraient reposer sur une base juridique solide, claire et transparente dans les juridictions concernées.

Norme 2 : Confirmation des opérations et rapprochement des règlements

La confirmation des opérations entre participants directs du marché devrait intervenir dès que possible après l'exécution de la transaction, et en aucun cas après la date de négociation (N+0). Si une confirmation par des participants indirects (investisseurs institutionnels, par exemple) est nécessaire, elle devrait intervenir dans les meilleurs délais après l'exécution de la transaction, de préférence à N+0, mais pas plus tard que N+1.

Les instructions de règlement devraient faire l'objet d'un appariement dans les meilleurs délais ; pour les cycles de règlement qui s'étendent au-delà de N+0, cette procédure devrait s'effectuer au plus tard le jour précédent la date de règlement spécifiée.

Norme 3 : Cycles de règlement et horaires de fonctionnement

Le règlement différé devrait être adopté sur tous les marchés de titres. Le règlement définitif devrait intervenir au plus tard à N+3. Les avantages et les coûts d'un cycle de règlement inférieur à N+3 au niveau de l'UE devraient être évalués.

Les dépositaires centraux de titres et, le cas échéant, les contreparties centrales devraient harmoniser leurs horaires et jours de fonctionnement et être accessibles au minimum pendant les périodes d'ouverture de *Target* pour les transactions libellées en euros.

Norme 4 : Contreparties centrales

Les avantages et les coûts de la mise en place d'une contrepartie centrale devraient être évalués. Sur les marchés où un tel mécanisme est introduit, la contrepartie centrale devrait rigoureusement contrôler les risques dont elle prend la charge.

Norme 5 : Prêt de titres

Le prêt et l'emprunt de titres (ou les pensions livrées et autres transactions équivalentes en termes économiques) devraient être encouragés comme méthode pour éviter les défauts de règlement et accélérer le règlement des titres. Les obstacles qui s'opposent à l'utilisation du prêt de titres à cette fin devraient être levés. Les dispositifs permettant le prêt de titres devraient être solides, sûrs et efficaces.

Norme 6 : Dépositaires centraux de titres (DCT)

Les titres devraient le plus largement possible être immobilisés ou dématérialisés et transférés par passation d'écritures sur les livres des DCT. Afin de préserver l'intégrité des émissions de titres et les intérêts des investisseurs, le DCT devrait garantir que l'émission, la détention et le transfert de titres se déroulent de façon adéquate et appropriée.

Norme 7 : Livraison contre paiement (LCP)

Le risque en principal devrait être éliminé en reliant les transferts de titres aux règlements espèces d'une manière qui permette la livraison contre paiement.

Norme 8 : Moment du règlement définitif

Le règlement définitif intrajournalier devrait être assuré grâce à un traitement en mode temps réel et/ou en mode *batchs* multiples afin de réduire les risques et de permettre un règlement efficace entre les systèmes.

Norme 9 : Contrôles des risques de crédit et de liquidité

Pour des raisons de stabilité systémique, il est important que les DCT opèrent sans interruption. Par conséquent, lorsqu'ils sont autorisés par la législation nationale à accorder des crédits, ces DCT devraient limiter leurs activités de crédit à ce qui est strictement nécessaire au bon fonctionnement du règlement des titres et à l'administration des actifs. Les DCT qui accordent des crédits (y compris des crédits intrajournaliers et à 24 heures) devraient entièrement garantir leurs risques de crédit lorsque cela est possible. Les crédits non garantis devraient être limités à un nombre restreint de cas bien identifiés et faire l'objet de mesures appropriées de contrôle des risques, portant notamment sur des limites à l'exposition au risque, la qualité de la contrepartie et la durée du crédit.

La plupart des conservateurs sont soumis aux réglementations bancaires de l'UE. S'agissant de ceux qui gèrent des dispositifs importants de règlement des transactions sur titres, et en vue de contenir les risques systémiques liés à leur activité de règlement de titres, les régulateurs des marchés de valeurs mobilières, les contrôleurs bancaires et les autorités de surveillance nationaux devraient examiner les politiques de gestion du risque mises en œuvre par ces conservateurs afin d'évaluer leur cohérence avec les risques générés pour le système financier. En particulier, la possibilité d'accroître le niveau des garanties constituées face aux risques de crédit, y compris celui afférent au crédit intrajournalier, devrait être examinée.

Les opérateurs de systèmes à règlement net devraient instaurer des contrôles des risques qui assurent, au minimum, le règlement en temps requis dans le cas où le participant présentant la plus importante obligation de paiement serait dans l'incapacité de s'exécuter. Les mesures de contrôles les plus fiables associent des exigences de constitution de sûretés et des limites de prêt.

Norme 10 : Actifs de règlement

Les actifs destinés au règlement des obligations de paiement découlant des transactions sur les titres devraient comporter un risque de crédit ou de liquidité faible ou nul. Si la monnaie de banque centrale n'est pas utilisée, des dispositions devraient être prises pour prévenir les participants au système contre les pertes et problèmes de liquidité pouvant résulter de la défaillance de l'agent de règlement dont les actifs sont utilisés.

Norme 11 : Fiabilité opérationnelle

Les sources de risque opérationnel au niveau des processus de compensation et de règlement devraient être identifiées, suivies et régulièrement évaluées. Ce risque devrait être réduit au minimum par la mise en place de systèmes appropriés de contrôles et de procédures efficaces. Les systèmes et les fonctions qui leur sont rattachées devraient (a) être fiables et sûrs, (b) être fondés sur des solutions techniques solides, (c) être développés et maintenus conformément à des procédures éprouvées, (d) disposer d'une capacité d'évolution adéquate, (e) comporter des dispositifs de continuité d'exploitation et de secours, et (f) faire l'objet d'un audit fréquent et indépendant des procédures permettant la reprise des opérations en temps requis et l'achèvement du processus de règlement.

Norme 12 : Protection des titres des clients

Les entités assurant la conservation des titres devraient mettre en œuvre des pratiques comptables et des procédures de conservation qui assurent la protection complète des titres des clients. Il est essentiel que ces titres soient protégés contre les réclamations émanant des créanciers de toutes les entités impliquées dans le processus de conservation.

Norme 13 : Gouvernance

La structure de gouvernance des DCT et des contreparties centrales devrait être conçue de manière à satisfaire à l'intérêt général et à promouvoir les objectifs des propriétaires et des opérateurs de marché.

Norme 14 : Accès

Les DCT et les contreparties centrales devraient disposer de critères de participation objectifs et publics permettant un accès équitable et non discriminatoire. Les règles et les exigences limitant cet accès devraient avoir pour objectif de contrôler les risques.

Norme 15 : Efficience

Tout en garantissant la sécurité et la fiabilité des opérations, les systèmes de compensation et de règlement de titres devraient être efficaces.

Norme 16 : Procédures de communication, normes de messagerie et traitement automatisé de bout en bout de l'information

Les entités fournissant des services de compensation et de règlement de titres, ainsi que les participants à leurs systèmes, devraient se conformer ou s'adapter aux procédures et normes internationales de communication en matière de messagerie et de données de référence, afin de faciliter une compensation et un règlement efficaces entre les systèmes. Cela favorisera le traitement automatisé de bout en bout de l'ensemble des flux de transactions sur titres.

Les prestataires de services devraient adopter ce mode de traitement de bout en bout afin de permettre le traitement rapide, sûr et efficace des titres en termes de coûts, y compris la confirmation, l'appariement, la compensation, le règlement et la conservation.

Norme 17 : Transparence

Les DCT et les contreparties centrales devraient donner aux opérateurs de marché des informations suffisantes pour leur permettre d'identifier et d'évaluer avec précision les risques et les coûts liés aux services de compensation et de règlement de titres.

Les conservateurs ayant une importance significative devraient donner des informations suffisantes pour permettre à leurs clients d'identifier et d'évaluer avec précision les risques liés aux services de compensation et de règlement de titres.

Norme 18 : Réglementation, supervision et surveillance

Les entités fournissant des services de compensation et de règlement de titres devraient être soumises, au minimum, à une réglementation et à une supervision transparentes, cohérentes et efficaces. Les systèmes/dispositifs de compensation et de règlement de titres devraient faire l'objet, au minimum, d'une surveillance transparente, cohérente et efficace de la banque centrale. Les banques centrales, les régulateurs des marchés de valeurs mobilières et les contrôleurs bancaires devraient coopérer entre eux, à la fois sur une base nationale et au niveau transfrontière (en particulier au sein de l'Union européenne), de manière efficace et transparente.

Norme 19 : Risques associés aux liens intersystèmes¹

Les DCT qui établissent des liens afin de régler les opérations intersystèmes devraient concevoir et gérer ces liens de manière à réduire efficacement les risques liés aux règlements intersystèmes.

¹ Cette norme ne concerne pas les liens établis par les contreparties centrales. La question sera traitée par les futurs travaux du SEBC et du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) portant sur les contreparties centrales.

Artiste

Ana Luísa Ribeiro

Titre

Sans titre, 2002

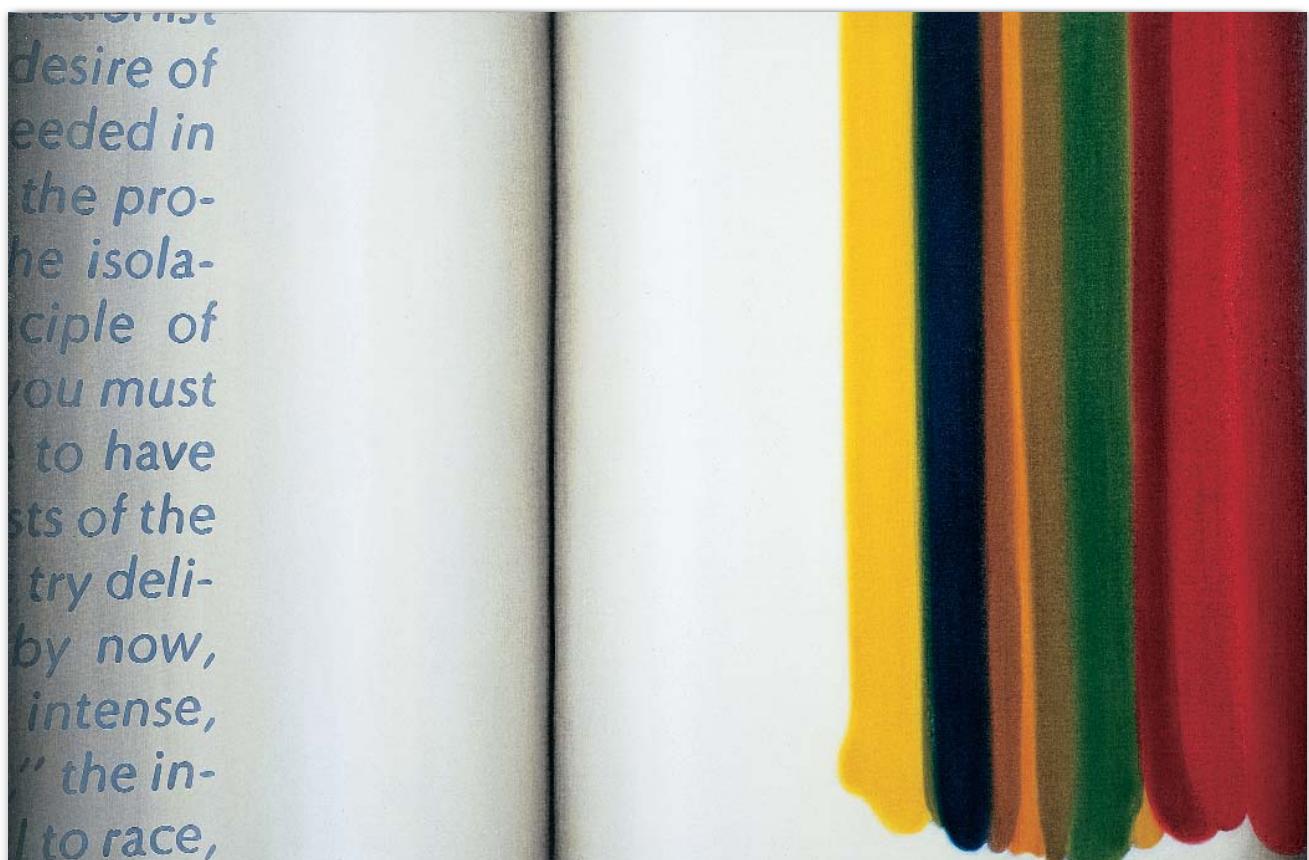
Support

Huile sur toile

Format

150 x 230 cm

© Banque centrale européenne



CHAPITRE 4

**LES RELATIONS
EUROPÉENNES
ET INTERNATIONALES**

I LES QUESTIONS EUROPÉENNES

I.1 LES QUESTIONS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

LE PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

En 2004, deux pays de la zone euro, la Grèce et les Pays-Bas, et six des dix nouveaux États membres de l'UE, soit la République tchèque, Chypre, la Hongrie, Malte, la Pologne et la Slovaquie se sont trouvés dans une situation de déficit excessif (cf. section 2.5 et chapitre 1). Les procédures de déficit excessif, lancées en 2003 à l'égard de la France et de l'Allemagne, ont continué de s'appliquer, bien qu'elles aient été suspendues de fait à la suite des conclusions du Conseil Ecofin du 25 novembre 2003, qui énonçaient que la France et l'Allemagne devaient corriger leurs déficits excessifs pour 2005 au lieu de 2004 comme le prévoyaient les recommandations adressées à ces pays par le Conseil Ecofin lui-même conformément à l'article 104 (7) du Traité. La procédure de déficit excessif concernant le Portugal a été abrogée.

En juillet 2004, la Cour européenne de Justice a annulé les conclusions du Conseil Ecofin du 25 novembre 2003, concernant la France et l'Allemagne, en tant qu'elles comportaient une décision de suspension des procédures de déficit excessif et de modification des recommandations adoptées précédemment pour les deux pays. La Cour a mis l'accent sur le fait que les règles et procédures prévues par le Traité et le Pacte de stabilité et de croissance, ainsi que le droit d'initiative de la Commission, devaient toujours être respectés.

La BCE s'est félicitée de ce que l'arrêt confirmait que les règles et procédures prévues par le Traité et le Pacte devaient être appliquées en tout point. Elle a invité les institutions concernées à prendre les mesures nécessaires en vue de mettre pleinement en œuvre les règles et procédures.

En septembre 2004, la Commission a publié un communiqué sur le renforcement de la gouvernance économique et la clarification de la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de

croissance. Ce communiqué formulait un certain nombre de propositions visant à réformer le Pacte. Les propositions concernant le volet préventif du Pacte incluaient des actions plus précoces afin de corriger les évolutions indésirables en lançant des alertes rapides dans de meilleurs délais et de manière plus active, la redéfinition des objectifs à moyen terme relatifs aux soldes budgétaires afin de tenir compte de circonstances nationales et une place accrue accordée à la dette et à la viabilité dans la surveillance des positions budgétaires. Les propositions relatives au volet correctif comprenaient la redéfinition des circonstances exceptionnelles dans lesquelles un ratio de déficit supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB n'est pas excessif, la modification de la trajectoire d'ajustement pour la correction d'un déficit excessif et la clarification du critère de la dette.

Dans le débat sur la réforme du Pacte de stabilité et de croissance, le Conseil des gouverneurs a exprimé l'opinion que des améliorations dans la mise en œuvre du Pacte étaient possibles et seraient bénéfiques. À cet égard, les propositions de la Commission européenne pour une amélioration de la mise en œuvre du volet préventif du Pacte étaient utiles. Parallèlement, le Conseil des gouverneurs a mis en garde contre des modifications du Pacte et, en particulier, de la procédure de déficit excessif. Il a considéré la crédibilité de la limite de 3 % fixée au déficit comme essentielle pour ancrer les anticipations de discipline budgétaire.

En septembre 2004, la Grèce a communiqué, pour la période de 2000 à 2003, des résultats relatifs au déficit et à la dette qui étaient considérablement plus élevés que les chiffres publiés précédemment. Le déficit public dépassait la valeur de référence de 3 % du PIB. Par la suite, des chiffres révisés pour la période de 1997 à 1999 ont été publiés, qui montraient également des déficits dépassant 3 % du PIB (cf. section 2.5 du chapitre 1). La BCE considère que la compilation fiable des statistiques de finances publiques et leur communication précise et en temps voulu

revêtent une importance vitale pour la crédibilité de la surveillance budgétaire et de l'UEM en général. Les règles comptables européennes doivent être intégralement respectées dans l'enregistrement de tous types de dépenses et de recettes, appliquées de manière cohérente et stable dans le temps et de façon homogène à travers les États membres.

LA STRATÉGIE DE LISBONNE

Lors de sa réunion de mars 2000, à Lisbonne, le Conseil européen avait présenté une stratégie sur dix ans – la stratégie de Lisbonne – qui, d'ici à 2010, devait faire de l'UE « l'économie de la connaissance la plus dynamique et la plus compétitive du monde, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale ». Les résultats obtenus jusqu'en 2004, dans le cadre de la stratégie de Lisbonne, sont contrastés. Des progrès ont été réalisés dans certains domaines, notamment en ce qui concerne les marchés du travail. Cependant, les avancées sont médiocres à maints égards. Il est clair que le rythme des réformes devrait être accéléré considérablement pour atteindre les objectifs de Lisbonne en 2010.

Dans ce contexte, le Conseil européen a décidé, lors de sa réunion du printemps 2004, d'entreprendre un examen à mi-parcours de la stratégie de Lisbonne. Comme première étape, il a invité la Commission à créer un groupe de haut niveau – présidé par Wim Kok – en vue d'effectuer une évaluation indépendante des progrès réalisés dans le cadre de la stratégie de Lisbonne, évaluation qui servirait de base pour l'examen à mi-parcours de la Commission et du Conseil de l'UE. L'examen devrait être terminé à temps pour la réunion de printemps du Conseil européen, en mars 2005.

Le groupe de haut niveau a présenté son rapport, intitulé « Relever le défi », en novembre 2004. Ce rapport met l'accent sur le fait que, face aux défis conjugués de la concurrence mondiale et du vieillissement des populations, le maintien du *statu quo* n'est pas une option pour l'UE, en



particulier si elle veut préserver son modèle social. Selon les conclusions du rapport, les objectifs ambitieux de la stratégie de Lisbonne, ainsi que la date limite de 2010 fixée pour les atteindre, devraient donc être maintenus. Le rapport préconise une meilleure hiérarchisation des objectifs et une action urgente dans cinq domaines essentiels: la société de la connaissance, le marché intérieur, l'environnement des entreprises, le marché du travail et l'environnement durable.

La BCE a soutenu à plusieurs reprises les ambitions de la stratégie de Lisbonne et a exprimé son soutien aux efforts entrepris par les gouvernements et les partenaires sociaux. Elle a également appelé à une mise en œuvre plus rapide des mesures requises et à une évaluation plus efficace des progrès en matière de réforme. La réforme est essentielle pour assurer la croissance future et les perspectives d'emploi et pour renforcer la capacité de la zone euro à s'ajuster aux chocs économiques. Les réformes des marchés du travail, de capitaux, de biens et de services, en particulier, peuvent soutenir les investissements et réduire la persistance de l'inflation par le biais d'une augmentation de la concurrence. L'UE devrait tirer profit de l'examen à mi-parcours pour redynamiser la

stratégie de Lisbonne et accroître le rythme des réformes structurelles.

1.2 LES QUESTIONS INSTITUTIONNELLES

LA CONSTITUTION EUROPÉENNE

À la séance de clôture de la conférence intergouvernementale (CIG), les 17 et 18 juin 2004, les chefs d'État ou de gouvernement sont arrivés à un accord sur le Traité établissant une Constitution pour l'Europe (la Constitution européenne). La Constitution européenne a été signée à Rome le 29 octobre 2004. Une fois ratifiée par l'ensemble des vingt-cinq États membres conformément aux procédures nationales, elle entrera en vigueur le 1^{er} novembre 2006. Dans un certain nombre d'États membres, les procédures de ratification impliqueront l'organisation d'un référendum.

La BCE a suivi la CIG de près et a apporté des contributions à la fois formelles et informelles aux négociations sur les points relevant des tâches et de la mission de la BCE, de l'Eurosystème et du SEBC. Conformément à l'article 48 du Traité sur l'Union européenne, la BCE a été consultée et, le 19 septembre 2003, le Conseil des gouverneurs a adopté un avis sur le projet de traité établissant une Constitution pour l'Europe¹. En outre, le Président de la BCE a envoyé des lettres au Président du Conseil de l'UE en novembre 2003 et avril 2004 en vue de développer cet avis.

La BCE a accueilli favorablement les efforts déployés par la convention européenne sur l'avenir de l'Europe, puis par la CIG, en vue de simplifier, alléger et clarifier le cadre juridique et institutionnel de l'UE. Elle a également fait savoir que les dispositions existantes régissant l'UEM étaient saines tant en ce qui concerne leurs objectifs que la répartition des responsabilités.

En particulier, la BCE a considéré comme essentiel le fait que la stabilité des prix reste non seulement l'objectif principal de la BCE et du SEBC, mais également un objectif déclaré de

l'UE. La Constitution européenne confirme pleinement ce point de vue.

La BCE a également jugé indispensable à la réussite de ses missions le fait que les spécificités institutionnelles de la BCE et du SEBC, qui distinguent la BCE d'autres institutions européennes, soient préservées. La Constitution européenne préserve ces spécificités en confirmant l'indépendance de la BCE, du SEBC et des BCN, ainsi que la personnalité juridique et le pouvoir réglementaire de la BCE. Elle souligne aussi le caractère particulier de la BCE par le classement de celle-ci parmi les «autres institutions et organes consultatifs de l'Union». La BCE est donc classée séparément des «Institutions de l'Union», à savoir le Parlement européen, le Conseil européen, le Conseil des Ministres, la Commission européenne et la Cour de Justice de l'Union européenne, qui sont considérées comme étant le «cadre institutionnel» de l'UE.

À la demande spécifique de la BCE, le terme «Eurosystème» a été introduit dans la Constitution européenne. Ce terme, qui fait référence à la BCE et aux BCN de la zone euro et qui avait déjà été adopté par le Conseil des gouverneurs en 1999, permet de faire la distinction entre le SEBC, qui comprend l'ensemble des banques centrales de l'UE, et le système de banques centrales de la zone euro. Le terme «Eurosystème» reflète également, de manière appropriée, le fait que la BCE et les BCN de la zone euro font partie intégrante d'un même système (cf. chapitre 8).

Compte tenu de ce qui précède, la BCE considère que la Constitution européenne confirme le cadre monétaire existant de l'UE. Elle souhaite voir le processus de ratification se terminer avec succès.

¹ CON/2003/20

LES NOUVELLES MÉTHODES DE TRAVAIL DE L'EUROGROUPE

Au cours de la réunion informelle du Conseil Ecofin des 10 et 11 septembre 2004, à Scheveningen (Pays-Bas), les ministres de l'Économie et des Finances de la zone euro ont marqué leur accord sur de nouvelles méthodes de travail destinées à améliorer l'efficacité et le fonctionnement de l'Eurogroupe.

Parmi les nouvelles méthodes figurent des discussions stratégiques plus prospectives, en particulier en matière de réformes structurelles, et la création d'une présidence stable de l'Eurogroupe pour une période de deux ans, au lieu d'une présidence tournante de six mois. Le président de l'Eurogroupe est élu à la majorité simple des membres de l'Eurogroupe. À Scheveningen, le Premier ministre et ministre des Finances du Luxembourg, Jean-Claude Juncker, a été élu premier président de l'Eurogroupe pour une période de deux ans allant de 2005 à 2006.

La BCE, qui est régulièrement invitée à prendre part aux réunions de l'Eurogroupe, a participé à la révision de ses méthodes de travail. La BCE a estimé que celles-ci, y compris la création d'une présidence stable de l'Eurogroupe, permettraient de rendre le fonctionnement de l'Eurogroupe plus efficace et plus constructif. Les nouvelles méthodes de travail n'entraînent pas de changements dans la répartition des tâches entre la BCE et les ministres des Finances de la zone euro dans le cadre de l'UEM. Cependant, elles soulignent la responsabilité commune des gouvernements concernant la conduite de politiques budgétaires et structurelles saines, qui sont nécessaires à la poursuite du succès de la monnaie unique.

2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES

2.1 LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DU SYSTÈME MONÉTAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL

LA SURVEILLANCE DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES

Les politiques macroéconomiques, en particulier les politiques menées par les principaux pays industrialisés, sont un élément essentiel de l'environnement international dont la BCE doit tenir compte dans la conduite de sa politique monétaire et dans l'accomplissement d'autres tâches. L'Eurosystème participe à la surveillance de ces politiques macroéconomiques, exercée par les institutions et instances financières internationales principalement lors des réunions du Conseil d'administration du FMI, de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G7, ainsi que des gouverneurs de banque centrale du G10. L'objectif de la BCE est de procéder à des échanges de vues et d'examiner les options propices à un environnement macroéconomique stable, à des politiques macroéconomiques saines et à la stabilité des prix dans la zone euro.

Le climat mondial en matière de politique économique, en 2004, a été caractérisé par une croissance économique forte et des tensions inflationnistes généralement faibles. Une reprise bienvenue de la production s'est produite dans de nombreuses économies développées, ainsi qu'en Amérique latine, coïncidant avec la poursuite de forts taux de croissance dans les marchés émergents d'Asie et d'Europe orientale. Mais, par contre, des déséquilibres – y compris les déséquilibres extérieurs de l'économie américaine – ont persisté au niveau mondial ou se sont même aggravés.

À plusieurs reprises, la BCE a insisté sur les risques et incertitudes liés à la persistance de tels déséquilibres. De manière générale, la BCE partage l'opinion de la communauté internationale selon laquelle trois conditions essentielles doivent être remplies pour le processus d'ajustement: régler le déficit

d'épargne et d'investissement dans les pays en déficit, stimuler une croissance soutenable plus élevée par le biais de réformes structurelles dans les pays où le potentiel de croissance est relativement faible et encourager la flexibilité du taux de change pour les grands pays et régions où cette flexibilité fait défaut. En ce qui concerne les évolutions des taux de change, les communiqués du G7 ont, en 2004 et en février 2005, mis l'accent sur le fait que les taux de change devaient refléter les données économiques fondamentales et que la volatilité excessive ainsi que les mouvements désordonnés des taux de change étaient mauvais pour la croissance économique.

L'importance croissante des pays d'Asie orientale pour l'économie mondiale, telle qu'elle se reflète dans leur contribution remarquable à la croissance de la production mondiale et au commerce international, a été un fait marquant de 2004. La BCE a suivi de près les évolutions dans ces pays et a renforcé ses relations directes avec des banques centrales asiatiques en organisant, en coopération avec l'Autorité monétaire de Singapour, un séminaire de haut niveau réunissant les onze gouverneurs de l'*Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP)*², les gouverneurs des BCN de la zone euro et le Président de la BCE. La réunion, qui a eu lieu à Singapour en juillet 2004, a été axée sur le poids économique croissant de nombreux pays d'Asie de l'Est et le rôle des monnaies internationales, ainsi que sur l'intégration et la coopération régionales.

Les flux de capitaux vers les économies des marchés émergents, que la BCE suit en permanence en raison de leur importance pour la stabilité financière internationale, sont restés robustes en 2004, de même que les résultats économiques de ces pays en général. Ces facteurs essentiels sont les conditions favorables du financement extérieur, les prix internationaux élevés des matières premières destinées à l'exportation et une reprise de la

² Les pays de l'EMEAP sont l'Australie, la Chine, la Corée, Hong Kong, l'Indonésie, le Japon, la Malaisie, la Nouvelle-Zélande, les Philippines, Singapour et la Thaïlande.

demande en provenance des économies développées. Par conséquent, des excédents des transactions courantes ont été enregistrés et les niveaux de dette extérieure ont généralement diminué, bien que l'endettement soit resté élevé dans un certain nombre de pays. Des conditions de financement accommodantes ont incité les emprunteurs, publics et privés, des marchés émergents à recourir massivement aux marchés obligataires internationaux, en s'arrimant à des taux d'intérêt bas. Après s'être temporairement accrus au deuxième trimestre de 2004, les écarts de rendement des obligations des marchés émergents sont ensuite revenus à des niveaux historiquement bas.

Enfin, la zone euro elle-même a fait l'objet d'examens dans le cadre des exercices de surveillance internationale. Tant le FMI que l'OCDE ont procédé à leurs examens réguliers des politiques monétaire, financières et économiques de la zone euro, en plus de l'analyse des pays de la zone euro pris individuellement. Les consultations du FMI au titre de l'article IV et l'examen par le Comité d'analyse économique et de développement de l'OCDE ont été l'occasion d'échanges de vues fructueux entre ces organisations internationales et la BCE, la présidence de l'Eurogroupe et la Commission européenne. À la suite de ces discussions, le FMI et l'OCDE ont tous deux rédigé un rapport contenant une évaluation des politiques de la zone euro³. Une attention particulière a été accordée, dans les deux examens, à l'adhésion de dix nouveaux États membres à l'UE, le 1^{er} mai 2004.

L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Compte tenu du degré élevé d'intégration de l'UE au sein de l'économie mondiale, le SEBC et l'Eurosystème s'intéressent au fonctionnement harmonieux du système financier mondial. Par conséquent, ils contribuent activement aux discussions en cours consacrées à l'architecture financière internationale, notamment par la participation aux institutions et instances internationales concernées. La BCE participe directement à certaines de ces institutions et instances, tandis

qu'elle a reçu le statut d'observateur dans d'autres. Le SEBC prend part également aux travaux au niveau européen, en particulier au Comité économique et financier.

Dans le contexte des travaux des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G10, la BCE a salué l'inclusion croissante de clauses d'action collectives (CAC) – dispositions contractuelles destinées principalement à faciliter la restructuration ordonnée de dettes en souffrance – dans les contrats d'émission d'obligations souveraines. En moins de deux ans, le recours à des clauses d'action collectives est devenu la norme pour les contrats régis par le droit new-yorkais, sans toutefois pleinement satisfaire aux recommandations du G10.

La BCE a également examiné d'autres aspects de l'implication du secteur privé dans la résolution des crises financières et étudié l'expérience acquise avec divers instruments pour promouvoir cette implication. En outre, la BCE a suivi les progrès dans l'évolution des « Principes pour des flux de capitaux stables et une restructuration équitable de la dette dans les marchés émergents », publiés en novembre 2004 par un groupe d'émetteurs souverains des marchés émergents et de créanciers du secteur privé. Connus précédemment sous le nom de « Code de bonne conduite », ces principes visent à promouvoir la publication d'informations sur l'endettement, un dialogue régulier entre les débiteurs et les créanciers, des négociations loyales sur la restructuration de la dette, un traitement équitable de tous les créanciers touchés. Ces principes, qui ont été agréés par les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale du G20, abordent certaines lacunes qui demeuraient dans l'architecture financière internationale. Une fois mis en œuvre, ces principes devraient contribuer substantiellement aux efforts à plus long terme visant à établir un système qui stimule la

³ FMI: *Euro Area Policies: Staff Report* (Rapport des services du FMI sur les politiques de la zone euro), août 2004; OCDE: *Étude économique de la zone euro*, juillet 2004



coopération internationale, la croissance et la stabilité financière.

Un autre sujet suivi par la BCE a été la situation financière du FMI. Au cours de leur réunion d'octobre 2004, les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale du G10 ont noté que si la solidité financière du FMI était essentielle pour qu'il puisse exercer ses responsabilités, il aurait à relever des défis dans le contexte d'une économie mondiale en évolution. Pour relever ces défis, un certain nombre de mesures seraient nécessaires, entre autres une surveillance renforcée, une plus grande place accordée à la viabilité de la dette dans les décisions de prêt, une application stricte des règles d'accès exceptionnel récemment instituées, ainsi que de nouveaux aménagements éventuels de la structure financière du FMI afin d'encourager les remboursements des prêts à échéance et la diminution des réaménagements successifs.

L'INTÉGRATION ET LA COOPÉRATION AU NIVEAU RÉGIONAL

L'UE étant elle-même le résultat d'un long processus d'intégration économique régionale, la BCE est devenue le partenaire naturel des autorités monétaires de plusieurs groupements régionaux dans le monde, qui font appel à elle pour qu'elle partage son expérience avec les responsables politiques et, occasionnellement, les milieux universitaires. Dans ce contexte, la

BCE prend non seulement à cœur d'expliquer le cas européen, en particulier dans le domaine de la coopération monétaire, mais aussi – ce qui est tout aussi important – de comprendre l'intégration économique régionale à l'extérieur de l'UE.

En septembre 2004, un atelier du G20 sur l'intégration économique régionale dans un cadre mondial a été organisé par la Banque populaire de Chine et la BCE à Beijing. Parmi les sujets traités figuraient les conditions préalables aux accords de coopération régionale, le rythme optimal des processus d'intégration, la coopération monétaire et financière, et la compatibilité entre l'intégration commerciale régionale et les règles de l'Organisation mondiale du commerce.

En 2004, la BCE a aussi renforcé ses relations avec des institutions monétaires régionales africaines. À cet égard, la BCE, conjointement avec plusieurs BCN de la zone euro, a étendu son assistance technique à l'Institut monétaire d'Afrique de l'Ouest à Accra, au Ghana, qui entreprend les préparatifs techniques pour l'intégration monétaire de pays anglophones d'Afrique occidentale.

LE RÔLE INTERNATIONAL DE L'EURO

En 2004, le rôle de l'euro est resté largement stable sur les marchés de capitaux et de change internationaux et en tant que monnaie d'ancrage, de réserve et d'intervention. Certains signes montrent un usage accru de l'euro en tant que monnaie de facturation et de règlement dans le commerce international de quelques pays de la zone euro. Pour la plupart de ces pays, le recours à l'euro paraît plus répandu dans le cas des exportations que dans celui des importations et, s'agissant des exportations, il est plus élevé pour les biens que pour les services. Pour la plupart des nouveaux États membres de l'UE et pour les pays candidats à l'adhésion, une augmentation notable de la part de l'euro dans le commerce international a également été observée sur la base des données de 2003. La progression du recours à l'euro a, dans de nombreux cas, dépassé l'augmentation des

relations commerciales avec la zone euro, ce qui donne à penser que l'euro est de plus en plus utilisé dans le commerce international de ces pays avec des partenaires commerciaux ne faisant pas partie de la zone euro⁴.

La BCE a continué à développer la couverture statistique requise pour son analyse du rôle international de l'euro. Sur la base de précédentes recherches, deux nouveaux ensembles de données ont été élaborés afin d'identifier les faits saillants du marché des obligations libellées en euros émises par des non-résidents de la zone euro.

2.2 LA COOPÉRATION AVEC DES PAYS HORS UE

L'Eurosystème a continué à développer ses contacts au sein de la communauté des banques centrales hors UE principalement par l'organisation de séminaires et d'ateliers, mais aussi par le biais de l'assistance technique. L'objectif est de collecter des informations et de procéder à des échanges de vues sur les évolutions économiques et monétaires dans différentes régions du monde, évolutions pouvant avoir une incidence sur l'environnement économique mondial ou les évolutions dans la zone euro.

Le projet d'aide technique de l'Eurosystème à la banque centrale de la Fédération de Russie, 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*), est mis en œuvre comme prévu. Lancé en novembre 2003, l'objectif de ce projet de deux ans est de renforcer davantage la fonction de contrôle bancaire de la banque centrale de la Fédération de Russie comme élément fondamental d'une plus grande stabilité de l'environnement financier en Russie. Le programme de formation de ce projet, qui a été convenu en janvier 2004 entre la banque centrale de la Fédération de Russie, d'une part, et neuf BCN de la zone euro, trois autorités de contrôle et la

BCE, d'autre part, prévoit 64 cours, huit visites d'études et quatre séminaires de haut niveau. À la fin de 2004, 34 cours, quatre visites d'études et deux séminaires avaient eu lieu. Environ 400 membres du personnel de la banque centrale de la Fédération de Russie ont pris part à ce programme de formation. En plus de ce projet, l'Eurosystème a organisé, en mai 2004, son premier séminaire bilatéral de haut niveau avec la banque centrale de la Fédération de Russie à Helsinki. Ce séminaire, coordonné par la Banque de Finlande et la BCE, était axé sur les politiques monétaire et de change, la liberté des mouvements de capitaux, les liens économiques entre l'UE et la Russie, y compris les politiques commerciales, ainsi que sur les évolutions du système bancaire et les questions de stabilité du secteur financier.

L'Eurosystème a établi un cadre de coopération avec des banques centrales du bassin méditerranéen. En janvier 2004, le premier séminaire de haut niveau avec des gouverneurs de banque centrale des pays partenaires du processus de Barcelone⁵ a eu lieu à Naples et était organisé conjointement par la BCE et la Banca d'Italia. Après un atelier technique, en septembre 2004, le second séminaire de haut niveau s'est déroulé à Cannes en février 2005. Ce séminaire, organisé conjointement par la BCE et la Banque de France, était axé sur les évolutions financières et monétaires récentes dans le bassin méditerranéen, les liens économiques entre la zone euro et les pays méditerranéens (en particulier les envois d'espèces des travailleurs immigrés), ainsi que sur l'indépendance des banques centrales.

Dans les Balkans, la BCE a noué des relations avec des banques centrales au niveau des hauts responsables, par le biais d'un certain nombre de visites, notamment à la banque centrale de Bosnie-Herzégovine et à la Banque nationale de Serbie. Ces visites ont été effectuées dans le but d'établir un dialogue entre la BCE et les

4 Cf. *Review of the international role of the euro*, BCE, décembre 2004

5 Algérie, Autorité palestinienne, Égypte, Israël, Jordanie, Liban, Maroc, Syrie, Tunisie et Turquie

banques centrales de ces pays étant donné que ceux-ci sont des candidats potentiels à l'adhésion à l'UE.

L'Eurosystème a aussi cherché à mieux comprendre les évolutions dans les économies d'Amérique latine qui revêtent une importance sur le plan systémique. À cet effet, la BCE, conjointement avec le Banco Central do Brasil, le Banco de Portugal et la Banque d'Espagne, a organisé le deuxième séminaire de haut niveau des banques centrales de l'Eurosystème et d'Amérique latine. Ce séminaire a eu lieu à Rio de Janeiro en novembre 2004 et a été précédé par un atelier technique préparatoire qui s'est tenu à Lisbonne. Les participants ont discuté des contraintes possibles exercées sur la conduite de la politique monétaire par les politiques budgétaires, les faiblesses liées à la dette et les caractéristiques du système financier.

Au Moyen-Orient, la BCE a continué de développer ses relations avec le Secrétariat général du Conseil de coopération du Golfe (CCG), ainsi qu'avec les instituts monétaires et banques centrales des États membres du CCG en raison du plan visant à introduire une monnaie unique dans ces États d'ici 2010⁶.

6 Les six États membres du CCG sont l'Arabie saoudite, Bahreïn, les Émirats arabes unis, le Koweït, Oman et le Qatar

Artiste

Xenia Hausner

Titre

Traumspiel, 2004

Support

Chromolithographie sur papier fait main (ed. 16/25)

Format

96 x 129 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



CHAPITRE 5

LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ

I LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN

Le principe de responsabilité peut 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 tenu responsable de la réalisation de ses objectifs. La responsabilité constitue par conséquent une contrepartie importante de l'indépendance d'une banque centrale.

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. Le Traité impose à la BCE un certain nombre d'obligations d'information, dont celle de la publication d'un *Rapport annuel*, d'un bulletin trimestriel et d'une situation financière consolidée hebdomadaire ainsi que des auditions devant le Parlement européen. La BCE respecte intégralement ces exigences statutaires et va même au-delà en publiant un *Bulletin mensuel* et non uniquement un trimestriel, en tenant des conférences de presse tous les mois et, depuis décembre 2004, en rendant publiques tous les mois les décisions du Conseil des gouverneurs autres que celles relatives aux taux d'intérêt (cf. également la section 1 du chapitre 6). Sur le plan institutionnel, le Traité assigne au Parlement européen un rôle de premier plan dans le suivi de la responsabilité de la BCE.

Les membres du Conseil des gouverneurs ont continué, en 2004, de prononcer de nombreux discours dans l'ensemble de la zone euro afin d'expliquer les politiques de la BCE au public. Conformément aux dispositions de l'article 113 du Traité, la BCE a également 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 passées, ces échanges de vues 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 présenté le *Rapport annuel 2003* de la BCE à la Commission et au Parlement européen en session plénière.

La Commission économique et monétaire a également convié un autre membre du Directoire à présenter le point de vue de la BCE sur l'environnement économique et les questions essentielles dans le domaine des réformes structurelles. En outre, la BCE a participé à une audition organisée par la Commission sur la question relative à la création de l'espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*).

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 son mandat. En outre, comme au cours des années précédentes, une délégation de membres de la Commission économique et monétaire s'est rendue à la BCE pour des discussions informelles sur diverses questions avec les membres du Directoire.

L'article 112 du Traité prévoit que le Parlement européen donne son avis sur les candidats désignés comme membres du Directoire avant leur nomination, d'un commun accord, par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres qui ont adopté l'euro. Après une recommandation du Conseil de l'UE, le Parlement européen a invité José Manuel González-Páramo à une audition devant la Commission économique et monétaire afin de présenter ses vues et de répondre aux questions des membres de la Commission. À la suite de cette audition, le Parlement, réuni en session plénière, a approuvé sa nomination comme successeur de Eugenio Domingo Solans au Directoire.

2 LES POINTS DE VUE DE LA BCE SUR CERTAINS SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN

Durant les audiences du président devant le Parlement européen, un large éventail de questions ont été abordées. L'accent a été principalement mis sur l'évaluation des évolutions économiques et monétaires et la conduite de la politique monétaire de la BCE. Certaines questions importantes soulevées par le Parlement européen durant ses échanges de vues avec la BCE et dans sa résolution d'octobre 2004 relative au *Rapport annuel 2003* sont débattues ci-après.

LA CONTRIBUTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE UNIQUE AUX POLITIQUES ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES DANS LA COMMUNAUTÉ

La contribution de la politique monétaire unique aux politiques économiques générales dans la Communauté a été une question clé abordée durant les auditions du président devant le Parlement européen. Tandis que certains membres de la Commission économique et monétaire ont estimé que le maintien de la stabilité des prix ne suffisait pas à soutenir la croissance et l'emploi et qu'il existait un arbitrage entre inflation et chômage, d'autres membres de la Commission ont considéré que les dispositions prévues dans l'article 105 du Traité étaient tout à fait appropriées et que le maintien de la stabilité des prix devait rester l'objectif premier de la politique monétaire unique.

Le président a souligné qu'en poursuivant de façon crédible la stabilité des prix et en ancrant solidement les anticipations d'inflation à moyen et à long termes, la BCE apportait la meilleure contribution possible à la création d'un environnement économique propice à une croissance durable. Dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2003*, le Parlement européen a approuvé ce point de vue et félicité la BCE pour s'être concentrée sur le maintien de la stabilité des prix.

L'INTÉGRATION ET LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRES

Dans le cadre des auditions trimestrielles, les membres de la Commission économique et monétaire ont également invité le président à

présenter les points de vue de la BCE sur les questions relatives à l'intégration et à la réglementation financières. En particulier, le Parlement européen a porté la plus grande attention aux activités du SEBC et du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) dans le domaine des systèmes de compensation et de règlement-livraison. Plus précisément, la résolution relative au *Rapport annuel 2003* de la BCE a fait état de préoccupations selon lesquelles les normes proposées par le SEBC et le CERVM pourraient préjuger du processus législatif à venir dans ce domaine.

Le président a souligné que les normes proposées n'étaient pas destinées à préjuger des actes législatifs futurs. Il a déclaré que si une directive sur la compensation et le règlement-livraison devait être adoptée ultérieurement, les normes seraient examinées au regard de leur conformité avec les dispositions d'une telle directive et, le cas échéant, adaptées en conséquence (cf. également la section 4 du chapitre 3).

LA RESPONSABILITÉ ET LA TRANSPARENCE DE LA BCE

Dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2003* de la BCE, le Parlement européen a considéré que le dialogue avec la BCE était un succès, dans la mesure où les échanges de vues réguliers ont rendu la politique monétaire de la BCE plus transparente et accessible au public. Cela étant, la BCE et le Parlement européen ont continué de faire état de positions divergentes sur certaines questions relatives à la responsabilité et à la transparence. Dans sa résolution, le Parlement européen a réitéré ses demandes concernant la publication des minutes des réunions du Conseil des gouverneurs et de la répartition des votes.

S'agissant de la demande relative à la publication des minutes, le président a souligné que les canaux choisis par la BCE pour sa communication étaient plus efficaces en termes de rapidité. En particulier, les conférences de presse mensuelles tenues immédiatement après

les réunions du Conseil des gouverneurs constituent un compte rendu exhaustif des raisons sous-tendant les décisions du Conseil des gouverneurs et servent par conséquent le même objectif que les minutes. De plus, le grand public a accès à l'argumentation du Conseil des gouverneurs beaucoup plus tôt que cela ne serait le cas si l'on adoptait une publication formelle des minutes. Ces conférences de presse, ainsi que les autres outils de communication, tels que le *Bulletin mensuel* et la communication mensuelle relative aux décisions du Conseil des gouverneurs autres que les décisions relatives aux taux d'intérêt, font de la BCE l'une des banques centrales les plus transparentes dans le monde.

En ce qui concerne la demande de publication d'informations sur les comportements de vote individuels des membres du Conseil des gouverneurs, le président a rappelé que, compte tenu de l'environnement institutionnel spécifique dans lequel opère la politique monétaire unique, la publication des votes comporterait le risque de susciter des pressions injustifiées visant à inciter les membres du Conseil des gouverneurs à s'écartier d'une perspective englobant la zone euro dans son ensemble. Par conséquent, la BCE maintient sa position consistant à ne fournir aucune indication sur les opinions individuelles ou les comportements de vote. Cette approche contribue à focaliser l'attention du public sur la justification économique de ses décisions de politique monétaire plutôt que sur les votes individuels et est conforme à la nature collégiale du Conseil des gouverneurs et à sa perspective englobant la zone euro dans son ensemble.

LA CONTREFAÇON ET LA SÉCURITÉ DES BILLETS DE BANQUE

Les membres de la Commission économique et monétaire ont également traité la question de la contrefaçon des billets en euros. Dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2003* de la BCE, le Parlement européen a invité la BCE à se montrer très vigilante s'agissant de la

contrefaçon et à s'appuyer sur l'expérience acquise pour la conception d'une nouvelle génération de billets.

Au cours de ses auditions devant la Commission économique et monétaire, le président a souligné que la BCE prenait très au sérieux la question de la contrefaçon et cherchait en permanence à améliorer sa stratégie de lutte contre celle-ci. À cet égard, des accords de coopération en matière de lutte contre la contrefaçon ont été conclus avec diverses autorités nationales et internationales. En outre, l'expérience en matière de faux billets guide la recherche et le développement de nouveaux signes de sécurité pour la nouvelle génération de billets de banque. Les informations relatives à toutes les contrefaçons de billets en euros sont enregistrées dans la base de données qui est accessible à l'ensemble des banques centrales de l'UE et des autorités nationales compétentes (cf. également la section 3 du chapitre 2).

Artiste

Philippe Cognée

Titre

Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

Support

Encaustique sur toile

Format

154 x 153 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



CHAPITRE 6

LA COMMUNICATION EXTERNE

I LA POLITIQUE DE COMMUNICATION

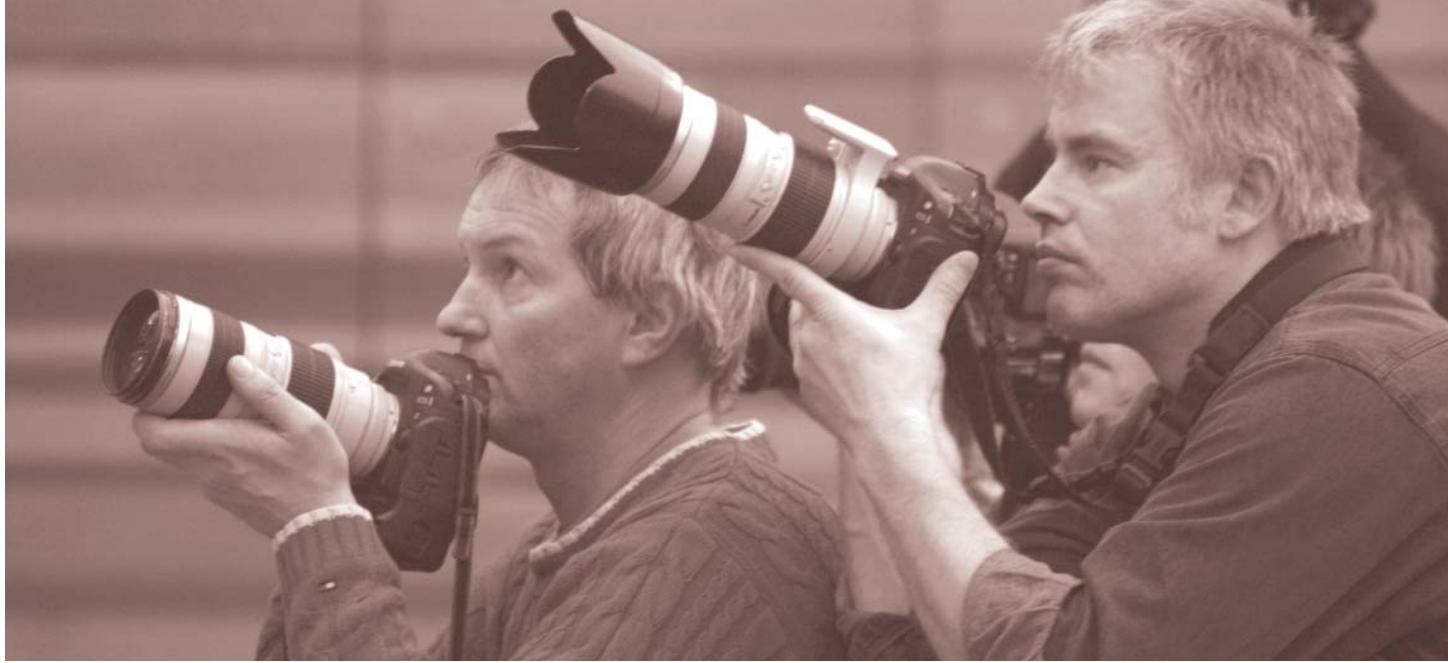
La communication fait partie intégrante de la politique monétaire de la BCE et de l'exercice de ses autres missions. Deux éléments clés, l'ouverture et la transparence, guident l'action de la BCE en matière de communication. Ces deux éléments contribuent à l'efficacité, à l'efficience et à la crédibilité de la politique monétaire de la BCE. Ils sous-tendent également les efforts de la BCE pour rendre pleinement compte de ses actions, comme cela est expliqué plus en détail au chapitre 5.

Dans le domaine de la communication, la BCE a fixé des normes élevées. Les décisions de politique monétaire sont expliquées lors d'une conférence de presse tenue immédiatement à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle ces décisions ont été prises. Une déclaration introductory très complète est prononcée et le président et le vice-président se tiennent à la disposition des représentants des médias pour répondre aux questions. L'idée, introduite en 1999, d'expliquer en temps réel, de façon régulière et en détail, la politique monétaire de la BCE, son diagnostic et ses décisions, constitue une approche exceptionnellement ouverte et transparente de la communication d'une banque centrale.

En outre, la communication relative aux autres décisions a encore été améliorée. Depuis décembre 2004, un texte présentant les décisions du Conseil des gouverneurs autres que celles relatives aux taux d'intérêt est publié chaque mois sur les sites internet des banques centrales de l'Eurosystème.

Dans le cadre institutionnel de l'UE, la BCE doit publier ses actes juridiques et publications réglementaires dans toutes les langues officielles de la Communauté, dont le nombre est passé de onze à vingt avec l'élargissement de l'UE le 1^{er} mai 2004. Les publications statutaires sont le *Rapport annuel*, la version trimestrielle du *Bulletin mensuel*, la situation financière consolidée hebdomadaire de l'Eurosystème et le *Rapport sur la convergence*. À des fins de responsabilité et de transparence vis-à-vis des citoyens européens et de leurs

représentants élus, la BCE publie également d'autres documents dans toutes les langues officielles, en particulier des communiqués de presse sur les décisions de politique monétaire, les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et les positions adoptées revêtant un intérêt pour le grand public. L'élaboration, la publication et la diffusion des versions dans les langues nationales des publications clés de la BCE sont réalisées en collaboration avec les BCN.



2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION

La communication de la BCE repose sur plusieurs publications et instruments qui sont constamment remaniés afin d'informer plus efficacement le grand public et les parties intéressées.

Le *Rapport annuel* présente un examen approfondi des activités de la BCE au cours de l'exercice précédent et permet ainsi à la BCE de respecter son obligation de rendre compte de ses actions. Le *Bulletin mensuel* fournit une mise à jour de l'évaluation par la BCE des évolutions économiques et monétaires ainsi que des informations détaillées sur les facteurs sous-tendant ses décisions. Il contient également des articles sur des questions générales relatives aux activités de banque centrale. De plus, la BCE contribue à la diffusion des résultats de travaux de recherche en publiant des *Documents de travail* et des *Études concernant des sujets spécifiques* et en organisant des séminaires, des ateliers et des conférences destinés à un public d'experts.

Conjointement avec la BRI et les banques centrales du G10, la BCE a lancé, en 2004, une nouvelle publication intitulée *International Journal of Central Banking*. Elle comporte des articles pertinents pour la prise de décision ; ceux-ci couvrent tous les aspects théoriques et pratiques de l'activité de banque centrale et sont plus particulièrement centrés sur les travaux

relatifs à la stabilité monétaire et financière. Le premier numéro sera publié en 2005.

Tous les membres du Conseil des gouverneurs participent aux efforts déployés pour permettre au public de mieux connaître et d'appréhender les missions et les politiques de la BCE par le biais d'auditions devant le Parlement européen et les parlements nationaux, d'allocutions publiques et d'interviews aux médias. En 2004, les six membres du Directoire ont prononcé quelque 220 allocutions, donné de nombreuses interviews et ont également publié des articles dans des revues, magazines et journaux. Les visites effectuées en 2004 par le président et les autres membres du Directoire dans les États membres de l'UE et d'autres pays ont permis de transmettre les messages de la BCE directement aux citoyens de l'Europe et au-delà. Les efforts de communication de la BCE ont été de plus en plus ciblés en direction des nouveaux États membres de l'UE, tant avant qu'après leur adhésion à l'UE en 2004.

Les BNC de la zone euro jouent également un rôle important en assurant la diffusion, au niveau national, de l'information sur l'euro et les activités de l'Eurosystème auprès du grand public et des parties intéressées. Elles s'adressent à une grande diversité de publics nationaux et régionaux dans leur propre langue et en tenant compte de leur environnement respectif.

Un autre important vecteur d'information des marchés financiers est le système d'information automatisé de la BCE. Ce système fournit des informations en temps réel à un certain nombre d'agences de presse qui affichent sur leurs écrans des pages sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE, les opérations de marché et la situation de la liquidité dans la zone euro. Ces pages sont fournies et régulièrement mises à jour par la BCE. Après une procédure de candidature, le nombre d'agences auxquelles la BCE a accordé l'accès à ce système est passé de trois à cinq en 2004.

Tous les documents publiés par la BCE et ses diverses activités sont disponibles sur le site internet de la BCE (www.ecb.int). En 2004, une nouvelle version du site a été lancée. Son architecture a été modernisée et son contenu restructuré afin de le rendre plus convivial. Le site internet sert également de point de contact pour recevoir les demandes du public et de plate-forme pour le lancement de consultations publiques. En 2004, quelque 47 000 demandes ont été reçues par le biais de divers canaux et traitées.

La BCE pratique également l'ouverture au sens littéral du terme, en accueillant des groupes de visiteurs dans ses locaux de Francfort. En 2004, quelque 8 000 visiteurs ont reçu directement des informations sous la forme de conférences et de présentations données par des membres du personnel de la BCE. Les étudiants et les professionnels de la finance ont constitué la majorité des visiteurs.

Artiste

Jan Fabre

Titre

Sans titre, 1987

Support

Encre de stylo à bille sur papier

Format

200 x 158 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



CHAPITRE 7

L'ÉLARGISSEMENT DE L'UNION EUROPÉENNE

I L'ADHÉSION RÉUSSIE DE DIX NOUVEAUX ÉTATS MEMBRES

Le 1^{er} mai 2004, dix États d'Europe centrale et orientale et du Bassin méditerranéen (République tchèque, Estonie, Chypre, Lettonie, Lituanie, Hongrie, Malte, Pologne, Slovénie et Slovaquie) ont rejoint l'UE. Les BCN des nouveaux États membres ont été intégrées dans le SEBC et leurs gouverneurs sont devenus des membres à part entière du Conseil général. Les experts de ces BCN ont le statut de membre à part entière dans les réunions des comités du SEBC quand les questions traitées relèvent du domaine de compétence du Conseil général.

L'intégration des nouveaux membres dans le SEBC s'est déroulée de façon satisfaisante. Sur la base du Schéma directeur pour l'élargissement établi en 2003 par la BCE, des préparatifs ont été entrepris, en particulier dans les domaines des opérations de banque centrale, des systèmes de paiement et de règlement, des statistiques, des billets de banque, de l'infrastructure et des applications informatiques. L'infrastructure informatique du SEBC a été renforcée et connecte désormais les vingt-cinq BCN et la BCE avec une fiabilité et un niveau de sécurité accrus. La clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE a été étendue et les BCN des nouveaux États membres ont libéré un pourcentage de leur capital souscrit à titre de contribution aux coûts de fonctionnement de la BCE.

Le cinquième séminaire de haut niveau sur le processus d'adhésion à l'UE, qui s'est tenu à Paris en mars 2004, a marqué la phase finale des préparatifs en vue de l'adhésion. Ce séminaire, organisé conjointement par la BCE et la Banque de France, a réuni les gouverneurs et des représentants de haut niveau des banques centrales du SEBC, des dix pays adhérents et des deux pays candidats, la Bulgarie et la Roumanie, qui étaient sur le point de finaliser les négociations en vue de l'adhésion à l'UE. Le séminaire a traité des politiques monétaires et de change et des aspects pratiques du fonctionnement du MCE II, de la discipline budgétaire dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance et de questions relatives aux

normes financières, aux réglementations comptables et au gouvernement d'entreprise.

L'expérience pratique tirée du processus d'élargissement a été évaluée et sera prise en compte dans les préparatifs des futurs élargissements de l'UE et de la zone euro.

Le 20 octobre 2004, la Commission européenne et la BCE ont publié leurs rapports respectifs sur la convergence, qui examinent les progrès réalisés par les États membres bénéficiant d'une dérogation, y compris les nouveaux États membres, dans l'accomplissement des obligations auxquelles ils doivent satisfaire en vue de faire partie de l'Union économique et monétaire. Selon les conclusions du *Rapport sur la convergence* de la BCE, aucun des pays évalués ne remplissait l'ensemble des conditions nécessaires pour adopter l'euro, et notamment les obligations de nature législative visant à préserver l'indépendance effective des BCN.

Au regard du nombre de pays adhérents, cet élargissement apparaît comme le plus important de toute l'histoire de l'intégration européenne. Cependant, en comparaison avec les élargissements précédents, le poids économique des nouveaux États membres est relativement faible. Par conséquent, leur adhésion n'a pas fondamentalement modifié les caractéristiques économiques essentielles de l'UE. Néanmoins, la diversité économique au sein de l'UE s'en trouve accrue, car les caractéristiques institutionnelles et structurelles des nouveaux États membres sont, à bien des égards, différentes de celles des anciens États membres. La majorité des nouveaux États membres sont engagés dans un processus de transition d'une économie planifiée centralisée à une économie de marché impliquant, pour ces économies, des modifications fondamentales sur les plans institutionnel et structurel. À plus long terme, l'élargissement devrait apporter une contribution positive à la croissance économique dans l'UE ; de fait, une incidence positive a déjà été observée au cours de la décennie de préparatifs à l'élargissement. Cette

section présente certaines caractéristiques macroéconomiques essentielles de l'UE, avant et depuis l'adhésion des nouveaux États membres, ainsi que les données correspondantes relatives aux États-Unis et au Japon.

LA POPULATION ET L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Comme indiqué au tableau 16, l'élargissement de 2004 a accru la population de l'UE de près de 20 %, portant la population totale à 457,7 millions d'habitants. En termes de population, l'UE demeure la plus grande entité du monde industrialisé.

L'activité économique des pays constituant l'UE-25, mesurée par le PIB, s'élevait à 9 752 milliards d'euros en 2003, le poids des nouveaux États membres représentant 4,5 % du total sur la base des taux de change courants.

D'un point de vue historique, l'importance économique de cet élargissement est assez limitée. À titre d'exemple, après l'adhésion en 1986 de l'Espagne et du Portugal à la Communauté européenne (qui comprenait alors dix pays), le PIB total de la Communauté avait augmenté d'un peu plus de 8 %, et l'élargissement à l'Autriche, à la Finlande et à la Suède en 1995 s'était traduit par un accroissement d'un peu plus de 7 % du PIB total. Sur la base du PIB et des taux de change pour 2003, l'adhésion des nouveaux États membres ferait passer la part de l'UE dans le PIB mondial de 30,4 % à 31,8 %. Il conviendrait toutefois de noter que ces comparaisons internationales sont fortement influencées par les évolutions des taux de change. Il est possible de s'affranchir de la variabilité et des distorsions potentielles liées aux cours de

Tableau 16 Principales caractéristiques de l'économie de l'UE avec et sans les nouveaux États membres

	Période sous revue	Unité	UE-15	UE-25	États-Unis	Japon
Population	2004	millions	384,5	457,7	293,9	127,5
PIB (part dans le PIB mondial) ¹⁾	2003	%	30,4	31,8	30,4	11,9
PIB	2003	milliards d'euros	9 310	9 752	9 673	3 800
	2003	milliards PPA	9 310	10 193	9 957	3 254
PIB par habitant	2003	milliers d'euros	24,2	21,3	32,9	29,8
	2003	milliers PPA	24,3	22,3	34,2	25,5
Exportations de biens et services	2003	en % du PIB	14,0	12,4	9,3	12,2
Importations de biens et services	2003	en % du PIB	13,3	12,1	13,8	10,6
Secteurs de production ²⁾						
Agriculture, pêche, sylviculture	2003	en % du PIB	2,0	2,1	0,8	1,2
Industrie (y compris la construction)	2003	en % du PIB	26,6	26,8	19,7	29,2
Services	2003	en % du PIB	71,4	71,1	79,5	69,6
Taux de chômage	2003	%	8,1	9,1	6,0	5,3
Taux d'activité ³⁾	2003	%	70,0	69,3	75,8	78,2
Taux d'emploi ⁴⁾	2003	%	64,4	63,0	71,2	68,4
Administrations publiques ⁵⁾						
Excédent (+) ou déficit (-)	2003	en % du PIB	-2,7	-2,8	-4,6	-7,5
Dépenses	2003	en % du PIB	48,5	48,5	34,4	39,1
Recettes	2003	en % du PIB	45,8	45,6	29,8	31,6
Dette brute	2003	en % du PIB	64,2	63,2	63,1	156,9
Dépôts bancaires ⁶⁾	2003	en % du PIB	83,9	82,4	47,8	120,2
Encours de prêts au secteur privé ⁷⁾	2003	en % du PIB	99,2	96,3	51,4	118,8
Capitalisation boursière	2003	en % du PIB	66,3	65,2	126,7	61,6

Sources : Eurostat, Commission européenne, FMI, BRI, BCE et calculs de la BCE

1) Les parts de PIB sont calculées d'après les PIB nationaux en dollars américains courants.

2) Sur la base de la valeur ajoutée brute en prix courants

3) Défini comme le ratio population active/population en âge de travailler (personnes âgées de 15 à 64 ans)

4) Défini comme le ratio nombre de personnes occupées/population en âge de travailler (personnes âgées de 15 à 64 ans)

5) D'après le SEC 95

6) UE-15 et UE-25 : total des dépôts auprès des IFM ; États-Unis : dépôts à vue, dépôts à terme et dépôts d'épargne auprès des institutions bancaires ; Japon : dépôts à vue et dépôts à terme auprès des banques de dépôts

7) UE-15 et UE-25 : prêts des IFM aux résidents autres que les administrations publiques ; États-Unis : prêts accordés par les banques commerciales, les caisses d'épargne et les banques mutualistes ; Japon : prêts au secteur privé

marché en effectuant une comparaison fondée sur les parités de pouvoir d'achat (PPA), même si ces mesures appellent elles-mêmes des réserves. En termes de PPA et sur la base des données de 2003, le dernier élargissement en date a accru de 9,5 % le PIB de l'UE, qui dépasse désormais celui des États-Unis.

Les nouveaux États membres ayant une population relativement importante par rapport à leur poids économique, leur adhésion entraîne une diminution du PIB moyen par habitant de l'UE. Cette situation devrait toutefois évoluer progressivement avec la poursuite du processus de rattrapage. Le PIB par habitant de l'UE-25 est relativement faible par rapport à celui des États-Unis et du Japon ; toutefois, en termes de PPA et sur la base des données de 2003, l'écart avec le Japon est beaucoup plus limité.

L'adhésion des nouveaux États membres exercera également des effets à long terme sur l'activité économique, car elle influe sur les incitations et les entraves à la mobilité des biens, des services, des capitaux et des personnes (les « quatre libertés ») entre nouveaux et anciens États membres, même si les flux migratoires doivent faire l'objet de restrictions pendant un certain nombre d'années. Par exemple, l'extension du marché unique, en étendant ces quatre libertés à vingt-cinq pays, devrait renforcer la concurrence et créer des économies d'échelle. L'ampleur de ces effets, et la vitesse à laquelle ils se matérialiseront, dépendront toutefois de nombreux facteurs, tels que les politiques économiques suivies à l'avenir par les États membres de l'UE.

LES ÉCHANGES INTERNATIONAUX

Depuis l'élargissement, les échanges de l'UE-15 avec les nouveaux États membres ainsi que les échanges entre ces États membres sont naturellement enregistrés dans le commerce intra-communautaire et non plus dans les échanges internationaux. En revanche, le commerce entre les nouveaux États membres et le reste du monde à l'exclusion des pays de l'UE-15 est désormais comptabilisé comme commerce hors UE-25. Bien que la plupart des

nouveaux États membres soient des économies très ouvertes, leur adhésion a légèrement réduit le degré d'ouverture commerciale de l'UE, les échanges des pays de l'UE-15 avec les nouveaux États membres étant plus importants que ceux des nouveaux États membres avec les pays hors UE. Selon des données pour 2003, les exportations de biens et services ont représenté 12,4 % du PIB de l'UE élargie, contre 9,3 % et 12,2 %, respectivement, pour les États-Unis et le Japon.

LES STRUCTURES DE PRODUCTION

Les structures de production des nouveaux États membres se caractérisent par une part plus importante de l'agriculture (3,2 %) et de l'industrie (31,9 %) et une part plus faible des services (64,9 %) dans le PIB par rapport aux pays de l'UE-15. Les différences sectorielles tendent à être plus prononcées dans les nouveaux États membres que dans l'UE-15 en ce qui concerne la répartition de l'emploi entre ces trois secteurs. Toutefois, l'élargissement n'a entraîné que de légères modifications des parts respectives de ces grands secteurs dans le PIB de l'UE et de la répartition de l'emploi. Si l'on considère les autres grands blocs économiques, la taille du secteur agricole de l'UE est nettement supérieure à celle constatée aux États-Unis et au Japon, tandis que le secteur industriel a un poids plus important qu'aux États-Unis mais moindre qu'au Japon. S'agissant du secteur des services, il occupe dans l'UE une place plus importante qu'au Japon mais plus faible qu'aux États-Unis.

LES MARCHÉS DU TRAVAIL

Le taux de chômage moyen des nouveaux États membres est supérieur à celui des pays de l'UE-15 ; par conséquent, l'élargissement s'est traduit par une légère augmentation du taux de chômage pour l'ensemble de l'UE-25. Malgré un recul à la fin des années quatre-vingt-dix, les taux de chômage dans l'UE-15 et l'UE-25, qui se sont établis, respectivement, à 8,1 % et 9,1 % en 2003, demeurent nettement supérieurs à ceux enregistrés aux États-Unis et au Japon, soit 6,0 % et 5,3 %, respectivement. Dans les nouveaux États membres d'Europe centrale

et orientale, le taux de chômage a augmenté et les différences d'une région à l'autre se sont creusées au cours de la dernière décennie, en raison des ajustements structurels liés à la transition vers l'économie de marché. Les perspectives en matière d'emploi pourraient toutefois s'améliorer au cours des années à venir, avec la diminution des licenciements consécutifs aux restructurations d'entreprises. À plus long terme, le potentiel de rattrapage des nouveaux États membres en termes de PIB par habitant peut également contribuer à l'apparition de tendances plus positives en matière d'emploi et au recul du chômage.

L'adhésion des nouveaux États membres a entraîné une diminution de 1,4 point de pourcentage du taux d'emploi de l'UE, qui s'établit désormais à 63,0 %. La ventilation des taux d'emploi dans les nouveaux États membres montre que le taux d'activité masculin, en particulier, est nettement inférieur au niveau de l'UE-15, l'écart étant moins important pour le taux d'activité féminin. Le taux d'emploi des travailleurs les plus âgés (c'est-à-dire âgés de 55 à 64 ans) est également beaucoup plus bas dans les nouveaux États membres que dans l'UE-15. Par rapport aux États-Unis et au Japon, le taux d'activité de l'UE est faible. La conjonction, au sein de l'UE, d'un moindre taux d'activité et d'un taux de chômage plus élevé se traduit par un taux d'emploi inférieur à celui des États-Unis et du Japon.

LA SITUATION BUDGÉTAIRE ET LE POIDS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

L'adhésion des nouveaux États membres ne modifie pas sensiblement le ratio moyen pondéré de déficit public par rapport au PIB de l'UE, bien que la plupart des nouveaux États membres présentent un déficit élevé des finances publiques (cf. également la section 2.5 du chapitre 1). Les parts des recettes et des dépenses publiques dans le PIB sont légèrement inférieures dans les nouveaux pays de l'UE, quoique importantes par rapport au niveau des revenus. En raison de la petite taille des économies concernées, la part des administrations publiques dans l'UE élargie



demeure néanmoins globalement inchangée par rapport à l'UE-15. Comme le ratio de la dette publique par rapport au PIB dans les nouveaux États membres est en général largement inférieur à celui des pays de l'UE-15, le ratio moyen dette/PIB de l'UE a légèrement diminué depuis l'élargissement.

Le déficit des administrations publiques, qui ressortait à 2,8 % dans l'UE-25 en 2003, est actuellement inférieur à celui des États-Unis et du Japon. Néanmoins, le poids du secteur des administrations publiques dans l'économie de l'UE-25 est plus important qu'aux États-Unis et au Japon. Dans l'UE élargie, le ratio de dépenses publiques s'établit à près de 49 % et le ratio des recettes publiques à un peu moins de 46 %. Aux États-Unis, le secteur des administrations publiques représente un peu plus de 34 % du PIB en termes de dépenses et un peu moins de 30 % du PIB en termes de recettes. Au Japon, l'importance du déficit public s'explique par un ratio dépenses publiques/PIB légèrement supérieur à 39 % et à un ratio recettes publiques/PIB proche de 32 %. Si l'accumulation de déficits publics a abouti à des ratios de la dette publique d'ampleur comparable dans l'UE et aux États-Unis, ceux-ci n'en demeurent pas moins nettement inférieurs aux ratios observés au Japon.

LES STRUCTURES FINANCIÈRES

L'élargissement n'a pas entraîné de modifications significatives des structures financières de l'UE dans son ensemble, bien que l'intermédiation financière soit, en moyenne, davantage centrée sur les banques dans les nouveaux États membres que dans l'UE-15. Dans la plupart des nouveaux États membres, le secteur financier est relativement peu développé à l'aune du total des actifs du secteur bancaire et de la capitalisation boursière. Toutefois, le degré d'intermédiation financière, c'est-à-dire le processus consistant, pour les institutions financières, à drainer des capitaux frais vers de nouveaux emplois pour financer l'investissement, a récemment réalisé des progrès relativement rapides dans certains nouveaux États membres. En comparaison avec les États-Unis, le secteur financier de l'UE reste largement axé sur le secteur bancaire, le rôle des marchés boursiers dans l'intermédiation financière étant plus limité. Toutefois, par rapport à la situation observée au Japon, le secteur bancaire joue un moindre rôle dans le secteur financier de l'UE, alors que celui des marchés boursiers est plus important.

2 LES RELATIONS AVEC LES PAYS CANDIDATS À L'UE

Quatre pays ont actuellement le statut de pays candidat à l'UE : la Bulgarie, la Croatie, la Roumanie et la Turquie. En décembre 2004, à la suite de la conclusion des négociations d'adhésion menées avec la Bulgarie et la Roumanie, le Conseil européen a préconisé la finalisation du Traité d'adhésion avec ces deux pays en vue d'une signature du texte en avril 2005. La Bulgarie et la Roumanie devraient donc rejoindre l'UE en janvier 2007. La Croatie est candidate depuis juin 2004 et, sous réserve d'une pleine coopération avec le Tribunal pénal international pour l'ex-Yougoslavie, les négociations en vue de l'adhésion à l'UE débuteront en mars 2005. La Turquie s'est vu octroyer le statut de pays candidat par le Conseil européen d'Helsinki en 1999 et, en décembre 2004, le Conseil européen a décidé, sur la base d'un rapport et d'une recommandation de la Commission, que la Turquie satisfaisait suffisamment aux critères politiques de Copenhague pour permettre l'ouverture des négociations d'adhésion, sous réserve de l'entrée en vigueur de textes législatifs spécifiques. Dans ce contexte, le Conseil européen a chargé la Commission d'élaborer une proposition portant sur le cadre dans lequel se dérouleront les négociations, qui doivent s'ouvrir le 3 octobre 2005.

L'Eurosystème, qui a continué de suivre les évolutions monétaires et économiques dans les pays candidats, a porté une attention particulière au processus de désinflation, aux questions relatives au secteur financier et à la convergence structurelle vis-à-vis de l'UE.

La BCE a encore renforcé ses relations bilatérales avec les banques centrales de Bulgarie et de Roumanie. Les premières visites effectuées par la BCE, au niveau du Directoire, à la Banque nationale de Bulgarie et à la Banque nationale de Roumanie, ont eu lieu en octobre. Ces visites avaient pour principal objectif de discuter de la coopération future avec l'Eurosystème, qui comprendra un dialogue de pré-adhésion entre la BCE et les banques centrales des pays négociant l'adhésion. À la suite de la signature du Traité d'adhésion, les

gouverneurs de ces banques centrales seront invités à participer aux réunions du Conseil général en qualité d'observateurs. Les experts de ces banques centrales se verront conférer le statut d'observateur dans les comités du SEBC chaque fois que ceux-ci traiteront de questions relevant du domaine de compétence du Conseil général. Une visite est prévue à la Banque nationale de Croatie en mars 2005.

La BCE a également poursuivi son dialogue de haut niveau avec la Banque centrale de la République de Turquie, dans le cadre duquel sont organisées des réunions annuelles au niveau du Directoire. Les discussions ont porté sur le processus de stabilisation macroéconomique de la Turquie, la politique monétaire et de change de la Banque centrale de la République de Turquie et la situation économique de la zone euro. Outre le dialogue au niveau des instances de décision, la coopération technique entre les experts de la BCE et de la Banque centrale de la République de Turquie s'est poursuivie.

Artiste

Reinhold A. Goelles

Titre

Sans titre

Support

Acrylique sur toile

Format

152 x 100 cm

© Banque centrale européenne



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'EUROSYSTÈME ET LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES



L'Eurosystème est le système de banques centrales de la zone euro. Il regroupe la BCE et les BCN des douze États membres dont la monnaie commune est l'euro. Le Conseil des gouverneurs a adopté le terme d'« Eurosystem » afin de permettre une meilleure compréhension de la structure de l'activité de banque centrale dans la zone euro. Ce terme souligne la notion d'identité partagée, de travail d'équipe et de coopération de l'ensemble de ses membres ; il a également été introduit dans le traité instituant une Constitution pour l'Europe, qui a été signé à Rome le 29 octobre 2004. Le Conseil des gouverneurs a également adopté une déclaration de mission pour l'Eurosystème, ainsi que des orientations stratégiques et des principes d'organisation applicables à tous les membres

de l'Eurosystème pour l'accomplissement des missions de celui-ci (cf. encadré 15).

Le SEBC se compose de la BCE et des BCN de tous les États membres de l'UE (vingt-cinq depuis le 1^{er} mai 2004) : il inclut donc les banques centrales des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro. Cette distinction entre l'Eurosystème et le SEBC sera maintenue tant qu'il restera des États membres n'ayant pas encore 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 de l'Eurosystème et du SEBC au travers de la participation de leurs représentants aux divers comités Eurosystème/SEBC (cf. la section 1.5 de ce chapitre). Elles 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 : le Conseil des gouverneurs et le Directoire. La prise de

décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée. Cependant, la BCE et les BCN de la zone euro contribuent ensemble, sur le plan stratégique et opérationnel, à la réalisation des objectifs communs, dans le strict respect du 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. Afin d'adapter ces règles aux évolutions constatées

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 ; la décision BCE/2004/12 du 17 juin 2004 adoptant le règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 230 du 30.06.2004 ; et la décision BCE/1999/7 du 12 octobre 1999 concernant le règlement intérieur du Directoire de la BCE, JO L 314 du 08.12.1999. Ces textes sont également disponibles sur le site internet de la BCE.

Encadré 15

LA DÉCLARATION DE MISSION DE L'EUSYSTÈME

La déclaration de mission de l'Eurosystème a été publiée en janvier 2005. Son adoption par le Conseil des gouverneurs, qui fait suite à l'adoption par le Directoire de la déclaration relative à la mission de la BCE en août 2003, se fonde sur l'expérience d'un système commun de banques centrales pour la zone euro acquise depuis 1999 ainsi que sur les compétences spécifiques et les contributions indispensables de toutes les banques centrales de l'Eurosystème. La teneur de la déclaration est la suivante :

« L'Eurosystème, qui regroupe la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne qui ont adopté l'euro, est l'autorité monétaire de la zone euro. Comme membres de l'Eurosystème, notre objectif principal est de maintenir la stabilité des prix pour le bien commun. L'Eurosystème agissant également en tant qu'autorité financière de premier plan, nous sommes déterminés à sauvegarder la stabilité financière et à promouvoir l'intégration financière européenne.

Dans la poursuite de nos objectifs, nous accordons la plus haute importance à la crédibilité, la confiance, la transparence et la responsabilité. Nous recherchons une communication efficace avec les citoyens européens et avec les médias. Nous nous engageons à entretenir avec les autorités européennes et nationales des relations en parfaite conformité avec les dispositions du Traité et dans le respect du principe d'indépendance.

Ensemble, nous contribuons, sur le plan stratégique et opérationnel, à la réalisation de nos objectifs communs, dans le strict respect du principe de décentralisation. Nous nous engageons

à assurer une gestion saine et à remplir nos missions avec efficience et efficacité, dans un esprit d'équipe et de coopération. Nous appuyant sur la variété et la richesse de nos expériences ainsi que sur l'échange de compétences, nous avons pour objectif de renforcer notre identité partagée, de parler d'une seule voix et d'exploiter les synergies, dans le cadre d'une définition clairement établie des rôles et des compétences de tous les membres de l'Eurosystème ».

Cette déclaration de mission définit les objectifs que les banques centrales de l'Eurosystème poursuivent ensemble ainsi que les modalités de leur action et de leur coopération au nom de valeurs partagées. Elle est fondée sur un ensemble de principes d'organisation établis d'un commun accord et sur un certain nombre d'orientations stratégiques (de plus amples informations sont disponibles sur le site internet de la BCE). Elle vise également à donner des orientations claires à tous les membres du personnel et à informer le public sur la manière dont l'Eurosystème exerce ses missions et atteint les objectifs qui lui sont confiés par le Traité et les statuts du SEBC.

depuis 1999 et d'anticiper les changements résultant de l'élargissement du SEBC, le règlement intérieur de la BCE et celui du Conseil général de la BCE ont tous deux fait l'objet d'une révision en 2004.

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 directeurs et à l'approvisionnement en 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 une analyse

approfondie 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 2004, deux réunions se sont tenues en dehors de Francfort, l'une étant organisée par la Banque de Finlande (*Suomen Pankki – Finlands Bank*) à Helsinki et l'autre par la Banque nationale de Belgique à Bruxelles.

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.

Conformément à la « clause d'habilitation » contenue dans le Traité de Nice et sur la base d'une recommandation de la BCE, 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 portant modification de l'article 10.2 des statuts du SEBC (modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs). Après avoir été ratifiée par l'ensemble des États membres, cette décision est entrée en vigueur le 1^{er} juin 2004. 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. Lorsque le nombre des gouverneurs de BCN siégeant au sein du Conseil des gouverneurs sera supérieur à quinze, un système de rotation des droits de vote s'appliquera. 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.

LE CONSEIL DES GOUVERNEURS



Jean-Claude Trichet

Président de la BCE

Lucas D. Papademos

Vice-président de la BCE

Jaime Caruana

Gouverneur, Banco de España

Vítor Constâncio

Gouverneur, Banco de Portugal

Eugenio Domingo Solans

(jusqu'au 31 mai 2004)

Membre du Directoire de la BCE

Antonio Fazio

Gouverneur, Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

Gouverneur, Banque de Grèce

José Manuel González-Páramo

(depuis le 1^{er} juin 2004)

Membre du Directoire de la BCE

John Hurley

Gouverneur, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Otmar Issing

Membre du Directoire de la BCE

Klaus Liebscher

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

(depuis le 12 juillet 2004)

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Matti Louekoski

(du 1^{er} avril au 11 juillet 2004)

Gouverneur par intérim, Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Gouverneur, Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa

Membre du Directoire de la BCE

Guy Quaden

Gouverneur, Banque Nationale de Belgique

Jürgen Stark

(du 7 au 29 avril 2004)

Président par intérim, Deutsche Bundesbank

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membre du Directoire de la BCE

Matti Vanhala

(jusqu'au 31 mars 2004)

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Axel A. Weber

(depuis le 30 avril 2004)

Président, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Président, De Nederlandsche Bank

Ernst Welteke

(jusqu'au 6 avril 2004)

Président, Deutsche Bundesbank

**Au troisième rang
(de gauche à droite) :**
Klaus Liebscher, Nout Wellink,
Erkki Liikanen,
Tommaso Padoa-Schioppa,
Antonio Fazio, Jaime Caruana

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**
Axel A. Weber, Nicholas C.
Garganas, Christian Noyer,
Vítor Constâncio, José Manuel
González-Páramo, Guy Quaden

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,
Otmar Issing, John Hurley

Le 29 septembre 2004, Matti Vanhala, membre du Conseil des gouverneurs (1998-2004), est décédé. Le 9 novembre 2004, Eugenio Domingo Solans, membre du Directoire et du Conseil des gouverneurs (1998-2004), est décédé.

1.3 LE DIRECTOIRE

Le Directoire se compose 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 États membres ayant adopté l'euro. Les principales responsabilités du Directoire, qui se réunit en règle générale une fois par semaine, sont les suivantes :

- préparer les réunions du Conseil des gouverneurs ;
- mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro, conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des

gouverneurs et, dans ce cadre, donner les instructions nécessaires aux BCN de la zone euro ;

- assurer la gestion des affaires courantes de la BCE ;
- exercer certains pouvoirs, y compris de nature réglementaire, qui lui sont délégués par le Conseil des gouverneurs.

Le Comité de gestion, qui est présidé par un membre du Directoire, conseille et assiste le Directoire en ce qui concerne la gestion de la BCE, son orientation stratégique et la procédure budgétaire annuelle.

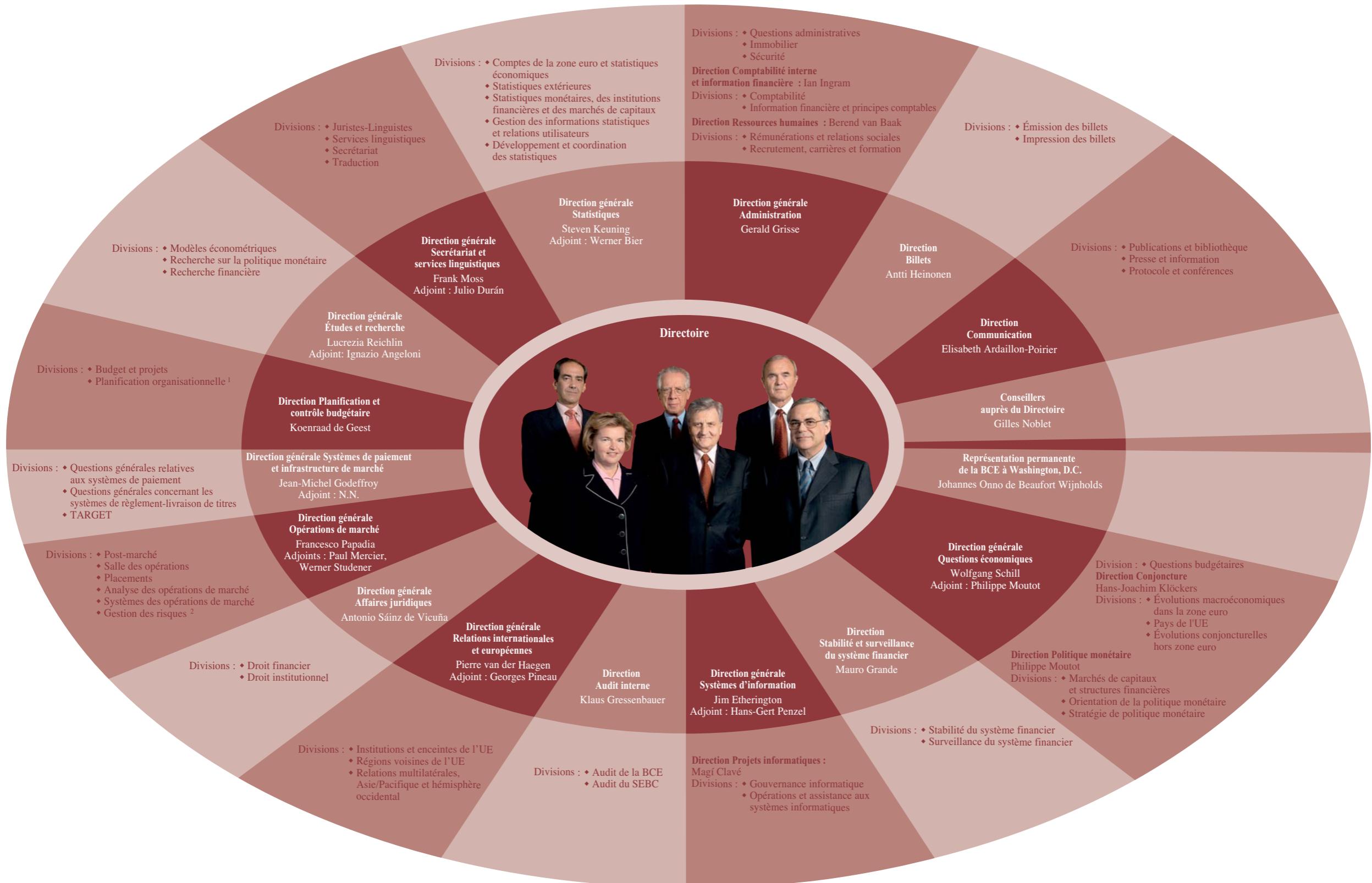
**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**
José Manuel González-Páramo,
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet
Président de la BCE
Lucas D. Papademos
Vice-président de la BCE
Eugenio Domingo Solans
(jusqu'au 31 mai 2004)
Membre du Directoire de la BCE

José Manuel González-Páramo
(depuis le 1^{er} juin 2004)
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
Membre du Directoire de la BCE



¹ Y compris les activités liées à la protection des données.

² Pour certaines questions spécifiques, la division fait directement rapport au Directoire.

Directoire

Au deuxième rang (de gauche à droite) : José Manuel González-Páramo, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing

Au premier rang (de gauche à droite) : Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (président), Lucas D. Papademos (vice-président)

1.4 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 accomplit les missions reprises de l'IME. Étant donné que tous les États membres n'ont pas adopté l'euro, ces tâches doivent toujours être exécutées par la BCE. En 2004, le

Conseil général s'est réuni à cinq reprises. Les gouverneurs des banques centrales des nouveaux États membres qui, depuis la date de signature du Traité d'adhésion, assistaient aux réunions du Conseil général en qualité d'observateurs, y ont participé pour la première fois, le 17 juin 2004, en tant que membres à part entière.

Au troisième rang (de gauche à droite) :

Vahur Kraft, Lars Heikensten,
Reinoldijus Šarkinas,
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,
Nicholas C. Garganas, Nout Wellink

Au deuxième rang (de gauche à droite) :

Christian Noyer, Axel A. Weber,
Vítor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,
Leszek Balcerowicz,
Bodil Nyboe Andersen,
Klaus Liebscher, Mitja Gaspari,
Jaime Caruana, Antonio Fazio

Au premier rang (de gauche à droite) :

Erkki Liikanen, Zsigmond Járai,
Christodoulos Christodoulou,
Michael C. Bonello,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,
Marián Jusko, John Hurley



Jean-Claude Trichet Président de la BCE

Lucas D. Papademos Vice-président de la BCE

Bodil Nyboe Andersen

Gouverneur, Danmarks Nationalbank

Leszek Balcerowicz

Président, Narodowy Bank Polski

Michael C. Bonello

Gouverneur, Banque centrale de Malte

Jaime Caruana

Gouverneur, Banco de España

Christodoulos Christodoulou

Gouverneur, Banque centrale de Chypre

Vítor Constâncio

Gouverneur, Banco de Portugal

Antonio Fazio Gouverneur, Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

Gouverneur, Banque de Grèce

Mitja Gaspari Gouverneur, Banka Slovenije

Lars Heikensten

Gouverneur, Sveriges Riksbank

John Hurley

Gouverneur, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Zsigmond Járai

Président, Magyar Nemzeti Bank

Marián Jusko (jusqu'au 31 décembre 2004)

Gouverneur, Národná banka Slovenska

Mervyn King Gouverneur, Bank of England

Vahur Kraft Gouverneur, Eesti Pank

Klaus Liebscher

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen (depuis le 12 juillet 2004)

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Matti Louekoski (du 1^{er} avril au 11 juillet 2004)

Gouverneur par intérim,

Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer Gouverneur, Banque de France

Guy Quaden

Gouverneur, Banque Nationale de Belgique

Ilmārs Rimšēvičs Gouverneur, Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Président du Conseil d'administration,

Lietuvos bankas

Ivan Šramko (depuis le 1^{er} janvier 2005)

Gouverneur, Národná banka Slovenska

Jürgen Stark (du 7 au 29 avril 2004)

Président par intérim, Deutsche Bundesbank

Zdeněk Tůma

Gouverneur, Česká národní banka

Matti Vanhala (jusqu'au 31 mars 2004)

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Axel A. Weber (depuis le 30 avril 2004)

Président, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Président, De Nederlandsche Bank

Ernst Welteke (jusqu'au 6 avril 2004)

Président, Deutsche Bundesbank

1.5 LES COMITÉS EUROSYSTÈME/SEBC ET LE COMITÉ BUDGÉTAIRE

LES COMITÉS EUROSYSTÈME/SEBC, LE COMITÉ BUDGÉTAIRE ET LEURS PRÉSIDENTS	
Comité de la comptabilité et du revenu monétaire (AMICO) Ian Ingram	Comité des relations internationales (IRC) Hervé Hannoun
Comité de la surveillance bancaire (BSC) Edgar Meister	Comité juridique (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comité des billets (BANCO) Antti Heinonen	Comité des opérations de marché (MOC) Francesco Papadia
Comité de la communication externe (ECCO) Elisabeth Ardaillon-Poirier	Comité de la politique monétaire (MPC) Wolfgang Schill
Comité des systèmes d'information (ITC) Jim Etherington	Comité des systèmes de paiement et de règlement (PSSC) Jean-Michel Godefroy
Comité des auditeurs internes (IAC) Klaus Gressenbauer	Comité des statistiques (STC) Steven Keuning
Comité budgétaire (BUCOM) Liam Barron	

Les comités Eurosystème/SEBC ont continué de jouer un rôle important d'assistance aux organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs missions. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les comités ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de prise de décision. Les comités se composent en général 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 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 (BSC). Il existe actuellement douze comités Eurosystème/SEBC, 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.

1.6 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, ainsi que des règles concernant l'accès du public aux documents de la BCE.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE EXTERNE

Les statuts du SEBC prévoient deux niveaux : le commissaire aux comptes², qui vérifie les comptes annuels de la BCE (article 27.1 des

² À l'issue d'une procédure d'appel d'offres en 2002, le cabinet KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft a été nommé commissaire aux comptes de la BCE pour un mandat de cinq ans allant de l'exercice 2003 à l'exercice 2007.

statuts du SEBC), et la Cour des comptes européenne, qui examine l'efficience de la gestion de la BCE (article 27.2). Le rapport annuel de la Cour des comptes européenne, ainsi que la réponse de la BCE, sont publiés au Journal officiel de l'Union européenne et sur le site internet de la BCE.

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 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 de la BCE.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE INTERNE

En 2004, 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. Il adhère aux Normes internationales pour la pratique professionnelle de l'audit interne définies par l'Institut de l'audit interne.

Un comité Eurosystème/SEBC, le Comité des auditeurs internes, qui se compose des responsables de l'audit interne à la BCE et dans les BCN, est chargé d'assurer la coordination de la couverture des projets et des systèmes opérationnels communs à l'Eurosystème/SEBC par des procédures d'audit.

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche fonctionnelle. Chaque unité organisationnelle (Section, Division, Direction ou Direction générale) est responsable de son propre contrôle interne et de son efficacité. À cette fin, ces unités mettent en œuvre des procédures de contrôle opérationnel dans leur domaine de responsabilité. Ainsi, un ensemble de règles et procédures, qualifié de

« muraille de Chine », est en place pour empêcher que des informations internes, provenant par exemple des cercles responsables 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 les contrôles mis en place par chaque unité organisationnelle, la Direction de la Planification et du contrôle budgétaire, la Division de la Gestion des risques et la Direction de l'Audit interne font des propositions sur des questions relatives au contrôle touchant la BCE dans son ensemble.

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 l'éthique professionnelle. En outre, le code de conduite de la BCE fournit des orientations et établit des références à l'intention du personnel de la BCE et des membres du Directoire, qui sont tous appelés à maintenir une éthique professionnelle élevée dans l'accomplissement de leurs missions⁵.

Conformément aux règles relatives aux délits d'initiés, il est interdit au personnel de la BCE et aux membres du Directoire de tirer profit des informations internes 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

3 La Charte d'audit 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

5 Cf. le code de conduite de la Banque centrale européenne édité 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 92 du 16.04.2004 et le site internet de la BCE

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 un règlement⁷ relatif aux enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude (OLAF) afin de renforcer la lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés. Ce « règlement OLAF » 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.

Le règlement OLAF prévoit que chaque institution, organe et organisme adopte des décisions permettant à l'OLAF de mener ses enquêtes au sein de chacun d'entre eux. En juin 2004, le Conseil des gouverneurs a adopté une décision⁸, entrée en vigueur le 1er juillet 2004, concernant les conditions et modalités selon lesquelles devaient être exécutées les enquêtes menées par l'OLAF à la BCE. La BCE et l'OLAF ont établi des relations afin de garantir le bon fonctionnement de ce dispositif relatif aux enquêtes de l'OLAF.

L'ACCÈS DU PUBLIC AUX DOCUMENTS DE LA BCE

En mars 2004, le Conseil des gouverneurs a adopté la décision BCE/2004/3 relative à l'accès du public aux documents de la BCE⁹. Cette décision est destinée à assurer que le cadre juridique de la BCE, en ce qui concerne l'accès du public à ses documents, est similaire à celui des autres institutions et organes de la Communauté quant aux objectifs qu'il vise et aux normes qu'il respecte. Elle favorise la transparence tout en veillant à préserver l'indépendance de la BCE et des BCN, ainsi que la confidentialité de certaines questions touchant à l'accomplissement des missions 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 136 du 31.05.1999

8 Cf. la décision BCE/2004/11 relative aux conditions et modalités des enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude au sein de la Banque centrale européenne en matière de lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés européennes et portant modification des conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne, JO L 230 du 30.06.2004. Cette décision a été adoptée à l'issue du jugement de la Cour européenne de justice du 10 juillet 2003 dans l'affaire C-11/00 opposant la Commission à la BCE.

9 JO L 80 du 18.03.2004

2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION

2.1 LES RESSOURCES HUMAINES

LES EFFECTIFS

L'effectif total budgété pour 2004 était de 1 362,5 personnes (en postes équivalents-temps plein). À fin 2004, 1 314 personnes, soit 1 309,0 en équivalents-temps plein, étaient employées par la BCE, dans le cadre de contrats à durée indéterminée ou de contrats à durée déterminée de douze mois au moins, contre 1 213,5 en équivalents-temps plein à fin 2003. L'effectif moyen employé par la BCE en 2004 était de 1 261 personnes, contre 1 160 en 2003. Sur 1 309 agents au total, 71 personnes provenant des dix nouveaux États membres sont actuellement employées dans le cadre de contrats d'une durée supérieure à un an. En 2004, 137 agents ont été recrutés et 41 ont quitté leurs fonctions à la BCE. Le nombre de postes équivalents-temps plein pour 2005 a été fixé à 1 369,5, soit une hausse de 0,5 % par rapport à 2004.

De plus, la BCE a accueilli 128 experts de BCN pour des périodes courtes, de cinq mois en moyenne. Parmi ces experts, 63 venaient des banques centrales des nouveaux États membres de l'UE. Ces missions de courte durée se sont avérées particulièrement utiles, tant pour la BCE que pour les BCN des nouveaux États membres, pour préparer l'élargissement de l'UE et faciliter l'intégration de ces BCN dans le SEBC.

En 2004, la BCE a proposé 123 contrats d'une durée inférieure à un an, pour remplacer les agents en congé de maternité, en congé parental ou sans solde, contre 113 en 2003.

La BCE a proposé à 172 étudiants et diplômés, ayant essentiellement une formation économique, des stages d'une durée moyenne de trois mois environ. En 2003, ils étaient 166 à en avoir bénéficié. En 2004, 54 stagiaires étaient des ressortissants d'un nouvel État membre, et 6 autres venaient de Roumanie ou de Bulgarie. Sur les 172 stages, 11 (12 en 2003) étaient proposés dans le cadre du *Graduate Research Programme* (Programme supérieur de

recherche) destiné aux étudiants chercheurs de haut niveau en fin de doctorat.

Dans le cadre du *Research Visitors Programme* (Programme d'accueil des chargés de mission), consacré à des projets de recherche scientifique de haut niveau dans le domaine de la politique monétaire, 18 chargés de mission ont été accueillis en 2004 contre 24 en 2003.

LA MOBILITÉ INTERNE

En 2004, 95 personnes ont reçu une nouvelle affectation après avoir postulé à des postes vacants internes. En outre, la BCE a favorisé la mobilité interne temporaire. Au total, 51 agents ont occupé un autre poste durant une période limitée afin d'acquérir une expérience professionnelle supplémentaire ou de répondre à un besoin urgent mais ponctuel avant de retrouver leur poste antérieur.

LA MOBILITÉ EXTERNE

Dans le cadre du *External Work Experience Scheme* (Module d'expérience professionnelle en externe) mis en place en 2003 afin d'élargir les possibilités d'expérience professionnelle du personnel, des agents peuvent être détachés auprès des BCN et d'autres organisations internationales et européennes. Sept agents ont participé à ce programme en 2004 pour une période allant de quatre à dix mois. En outre, la BCE accepte les demandes de congé sans solde d'une durée maximum de trois ans pour les agents souhaitant travailler dans une autre organisation financière similaire. En 2004, 12 agents ont bénéficié de cette possibilité. Les principes d'organisation de l'Eurosystème approuvés par le Conseil des gouverneurs et publiés en janvier 2005 précisent que les membres de l'Eurosystème favorisent et encouragent « les échanges de personnel, de compétences et d'expériences ».

LA BCE EN MOUVEMENT (ECB IN MOTION)

En octobre 2003, le Directoire a créé une unité chargée de suivre et d'évaluer la mise en application des mesures adoptées dans le cadre du programme de réorganisation appelé *ECB in Motion* (la BCE en mouvement). Cette



initiative, qui visait à améliorer l'efficience et l'efficacité de l'organisation, concerne la gestion, l'évolution professionnelle, la communication interne et les questions liées à la bureaucratie. En 2004, des progrès significatifs ont été réalisés dans ces quatre domaines et l'unité chargée de l'opération a remis son rapport final. Dans la mesure où l'incidence de certaines de ces mesures ne se fera sentir qu'à moyen terme, les avancées dans ce domaine continueront d'être suivies.

L'EXAMEN DE LA STRATÉGIE EN MATIÈRE DE RESSOURCES HUMAINES

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. La politique de ressources humaines a donc été nécessairement centrée sur l'expertise technique requise pour des postes spécifiques. Face à cette situation, un examen approfondi de la stratégie en matière de ressources humaines a été entrepris, dont les conclusions ont été présentées en 2004.

La principale conclusion a été que les politiques de recrutement doivent mettre l'accent sur des compétences plus larges. En outre, les mesures concernant l'évolution professionnelle et la mobilité doivent être renforcées afin d'accroître les synergies et d'élargir l'expertise au sein de la BCE. La flexibilité de la gestion des ressources humaines a été améliorée en centrant le recrutement externe sur des personnes en début de carrière ayant une formation plus générale et en introduisant le recrutement sous contrat à durée déterminée de tous les agents, y compris ceux affectés à des postes hiérarchiques. Ces mesures seront complétées par la mise en place en 2005 d'un nouveau mode de recrutement (*ECB Graduates' Programme*) destiné aux jeunes diplômés ayant une formation universitaire générale. Un premier niveau d'encadrement a été créé afin de mettre

en place une chaîne hiérarchique suffisante après une période de croissance rapide du personnel. Les aptitudes à diriger seront améliorées en développant la formation et le *coaching* des dirigeants. En se fondant sur la déclaration de mission de la BCE, six valeurs communes ont été recensées, dont la signification à la BCE a été précisée par voie de communiqués. Ces valeurs sont les suivantes : compétence, efficience et efficacité, intégrité, esprit d'équipe, transparence et responsabilité, conscience d'œuvrer pour l'Europe. Elles feront partie intégrante des politiques de ressources humaines, en liaison avec un modèle et des profils de compétences actuellement développés pour l'ensemble de la BCE.

LA GESTION DE LA DIVERSITÉ

La gestion de la diversité cherche à exploiter les différences au sein du personnel afin de créer un environnement de travail productif et respectueux au sein duquel les talents sont pleinement utilisés et les objectifs en termes d'organisation atteints. La gestion de la diversité constitue une priorité pour la BCE qui emploie des ressortissants de tous les États membres de l'UE, travaille en étroite collaboration avec les vingt-cinq BCN de l'UE et est investie d'une mission au service du public européen. La BCE intègre donc la gestion de la diversité dans son activité quotidienne afin que les compétences individuelles des agents soient reconnues et contribuent aux performances élevées qui sont nécessaires pour permettre à la BCE de remplir ses missions.

2.2 LE NOUVEAU SITE DE LA BCE

Des progrès décisifs ont été réalisés en 2004 en ce qui concerne le projet de nouveau site de la BCE. En février, un jury international présidé par le vice-président de la BCE a dévoilé les trois projets lauréats du concours d'architecture. Le premier prix a été décerné à

COOP HIMMELB(L)AU, Vienne, le deuxième prix a été attribué à ASP Schweger Assoziierte, Berlin, et le troisième prix est revenu à 54f architekten + ingenieure, Darmstadt, en coopération avec T. R. Hamzah & Yeang, Selangor, Malaisie. Sur les douze candidats sélectionnés en 2003, ces cabinets d'architectes sont ceux qui ont le mieux respecté les critères définis dans le cadre du concours, à savoir :

- l'urbanisme, l'architecture et le paysage ;
- la conformité avec les principaux éléments du programme des exigences fonctionnelles et spatiales ;
- la faisabilité du projet d'un point de vue énergétique et environnemental et le respect des principaux éléments des spécifications techniques de la BCE ; et
- la conformité avec les réglementations en vigueur, notamment celles afférentes au droit de la construction et au droit de l'environnement.

Les nouveaux locaux seront construits sur le site de la *Grossmarkthalle*, un bâtiment classé qui abritait auparavant le marché de gros aux fruits et légumes de Francfort. Pour les architectes, l'un des principaux défis a consisté à intégrer l'imposant bâtiment en briques rouges dans une structure de bureaux moderne, sans en modifier les caractéristiques fondamentales.

L'annonce des lauréats a été suivie d'une exposition au *Deutsches Architektur Museum* à Francfort, lors de laquelle les projets des 71 architectes ayant participé au concours ont été présentés au public.

En mars 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé d'inviter les trois architectes lauréats à participer à une phase de révision qui avait essentiellement pour objet de réexaminer les projets et de prendre en compte les recommandations et les exigences formulées par le jury, la BCE et la Ville de Francfort.

À la suite du départ des grossistes pour leur nouveau centre d'activité, les autorités municipales ont commencé le nettoyage du site, à l'intérieur et autour de la *Grossmarkthalle*, qui avait été achetée par la BCE à la ville de Francfort en 2002, en vue du transfert à la BCE. Ce dernier a eu lieu en décembre 2004. Conformément aux consignes de préservation, toutes les précautions ont été prises pour laisser intacts le bâtiment principal et les ailes est et ouest. Les parties du site qui conviendraient pour accueillir un mémorial et un lieu d'information dédiés à la commémoration de la déportation des citoyens juifs au départ de la *Grossmarkthalle* ont également été conservées. La BCE, la Communauté juive de Francfort et la Ville de Francfort ont décidé de collaborer étroitement afin d'organiser un concours d'architecture pour la réalisation d'un mémorial. Ce concours devrait être lancé avant la fin 2005.

Le Conseil des gouverneurs a pris une décision, le 13 janvier 2005, quant au projet du futur siège de la BCE. Au terme de discussions approfondies et d'une évaluation minutieuse, sur la base des critères de sélection, des atouts et faiblesses de chacun des trois projets gagnants du concours, le Conseil des gouverneurs a conclu que le projet architectural révisé de COOP HIMMELB(L)AU satisfait le mieux aux spécifications fonctionnelles et techniques formulées par la BCE. Il comporte des éléments qui reflètent les valeurs de la BCE et les traduisent en langage architectural. Cette décision confirme le choix opéré par le jury international, qui avait décerné le premier prix à ce projet. La prochaine étape consistera en une phase d'« optimisation » au cours de laquelle le projet va de nouveau être revu, notamment en vue de garantir une utilisation optimale des ressources et de minimiser les coûts. De plus amples informations concernant le concours d'architecture et le projet retenu sont disponibles sur le site internet de la BCE.

3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC

Le dialogue social au sein du SEBC est une instance de concertation impliquant la BCE et les représentants du personnel de toutes les banques centrales du SEBC ainsi que les fédérations syndicales européennes. Elle a pour objet de fournir des informations et de débattre des décisions du Conseil général et du Conseil des gouverneurs dès lors qu'elles sont susceptibles d'avoir une incidence notable sur la situation de l'emploi dans les banques centrales du SEBC.

La neuvième réunion au titre du dialogue social au sein du SEBC a accueilli des représentants du personnel des BCN de sept des nouveaux États membres de l'UE. Les participants ont confirmé leur attachement au processus d'intégration au SEBC en général et, en particulier, leur propre engagement dans le dialogue social au sein du SEBC. La BCE a encouragé les BCN des nouveaux États membres à faciliter la participation des représentants du personnel au dialogue social au sein du SEBC.

Les principaux sujets à l'ordre du jour de la neuvième et de la dixième réunions au titre du dialogue social au sein du SEBC ont été *Target 2*, la production des billets de banque et le suivi du Plan d'action pour les services financiers de la Commission européenne. Des questions plus générales ont également été traitées, telles que les moyens de développer une identité partagée et de renforcer la coopération sur la base de principes communs. La BCE a souligné que le Conseil des gouverneurs s'est engagé à fournir des services de banque centrale de grande qualité au meilleur coût possible, ce qui requiert efficience et efficacité. Les participants ont été informés de l'adoption par le Conseil des gouverneurs d'une déclaration de mission, d'orientations stratégiques et de principes d'organisation pour l'Eurosystème. Les représentants du personnel ont fait valoir l'importance de leur implication dans le développement de ces questions et du respect des différences de culture entre les banques

centrales. Enfin, lors de la dixième réunion au titre du dialogue social au sein du SEBC, la BCE et les représentants du personnel ont réaffirmé la valeur de cette instance de concertation unique.

4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE

RAPPORT DE GESTION POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2004

I ACTIVITÉS PRINCIPALES

Les activités de la Banque en 2004 sont décrites en détail dans les chapitres correspondants du *Rapport annuel*.

2 COMPTES FINANCIERS

En vertu de l'article 26.2 des statuts du SEBC, les comptes annuels de la BCE sont établis par le Directoire, conformément aux principes établis par le Conseil des gouverneurs. Ces comptes sont ensuite approuvés par le Conseil des gouverneurs, avant d'être publiés.

3 RÉSULTATS FINANCIERS

Les comptes annuels de la BCE pour l'exercice clos le 31 décembre 2004, présentés aux pages 200 à 217, présentent une perte nette de 1 636 millions d'euros, après une perte nette de 477 millions en 2003. Comme l'année précédente, cette perte est essentiellement due à la poursuite du renforcement de la valeur externe de l'euro, qui a entraîné des moins-values latentes sur les portefeuilles d'actifs en dollars détenus par la BCE. La perte nette est établie après prise en compte de l'ensemble des revenus de la BCE, y compris le revenu de 733 millions d'euros issu des billets en circulation. Les produits d'intérêt de la BCE ont encore été affectés en 2004 par les niveaux historiquement bas des taux d'intérêt domestiques et étrangers.

La plupart des éléments d'actif et de passif de la BCE étant réévalués périodiquement aux cours de change et aux prix des titres en vigueur à cette date, la rentabilité de la BCE est donc fortement dépendante des évolutions de cours de change et, dans une moindre mesure, de son exposition au risque de taux d'intérêt. Ces risques découlent principalement de son important portefeuille d'avoirs de réserve officiels de l'Eurosystème, investi en instruments portant intérêts.

Les règles comptables harmonisées pour la BCE et l'Eurosystème, qui sont décrites dans l'annexe aux comptes annuels, ont été développées afin de prendre en compte ces risques importants et sont essentiellement fondées sur le principe de prudence. En particulier, elles ont pour objectif de garantir que les plus-values latentes résultant de la réévaluation des éléments d'actif et de passif ne soient pas enregistrées comme des revenus, et donc comme des bénéfices distribuables. À l'inverse, les moins-values latentes résultant des réévaluations sont enregistrées en charge dans le compte de résultat à la fin de l'exercice.

Les réserves de change de la BCE se composent en majeure partie de dollars, mais elles incluent également des avoirs en yens, en or et en DTS. L'euro s'est apprécié contre dollar, passant de USD 1,2630 le 31 décembre 2003 à USD 1,3621 le 31 décembre 2004 (soit une hausse de 8 % environ) et, dans une moindre mesure, face au yen. En conséquence, la réévaluation des avoirs nets libellés dans ces devises a abouti à une diminution de 2,1 milliards de leur valeur en euros.

À fin 2004, la BCE employait 1 309 personnes (dont 131 à des postes de direction) contre 1 213 l'année précédente. L'accroissement observé en 2004 est dû essentiellement aux conséquences de l'élargissement de l'UE. Les détails sont développés dans *Les évolutions relatives à l'organisation*, section 2 du chapitre 8 du *Rapport annuel*, et dans l'*Annexe au compte de résultat* des comptes annuels.

Les charges d'exploitation de la BCE, y compris les amortissements, ont augmenté de 18 % au total, passant de 316 millions d'euros en 2003 à 374 millions d'euros en 2004. Principal facteur à l'origine de cet accroissement, la progression des engagements au titre du fonds de pension de la BCE, tels que calculés par l'actuaire, a contribué de façon substantielle à la hausse des charges de personnel, qui sont passées de 130 millions à 161 millions d'euros. En 2004, les émoluments du Directoire de la

BCE se sont élevés au total à 2,1 millions d'euros (contre 2,0 millions en 2003).

Quelque 90 millions d'euros ont été investis en immobilisations. Le poste principal (61 millions d'euros environ) concerne l'inscription en immobilisation du coût d'acquisition du site destiné aux nouveaux locaux de la BCE, après paiement final.

Couverture de la perte enregistrée par la BCE en 2004

Le 11 mars 2005, le Conseil des gouverneurs a décidé de couvrir la perte pour 2004 : (a) par l'intégralité du solde du fonds de réserve général, soit 296 millions d'euros environ, et (b) à hauteur de quelque 1 340 millions d'euros par le revenu monétaire des BCN, conformément aux dispositions de l'article 33.2 des statuts du SEBC. Le montant du revenu monétaire des BCN ainsi utilisé s'est élevé à 15 % environ du revenu monétaire total de l'Eurosystème. Le mode de couverture des pertes a été autorisé, sur le principe, par le Conseil des gouverneurs avant la clôture des comptes annuels des BCN pour 2004, ce qui a eu pour résultat d'affecter leurs bénéfices pour cet exercice également. Chaque BCN a contribué pour une partie de son revenu monétaire, conformément à sa part dans la clé de répartition du capital de la BCE.

4 MODIFICATIONS DE LA STRUCTURE DU CAPITAL DE LA BCE EN 2004

En vertu de l'article 29.3 des statuts du SEBC, la clé de répartition applicable aux BCN pour la souscription au capital de la BCE doit être adaptée tous les cinq ans. Le premier ajustement de cet ordre intervenu depuis la création de la BCE a pris effet le 1^{er} janvier 2004. Il a été suivi, le 1^{er} mai 2004, d'une deuxième modification de la clé de répartition du capital de la BCE, à l'occasion de l'adhésion de dix nouveaux États membres à l'UE. Globalement, ces deux mesures ont eu les effets suivants :

- (a) une réduction de la part totale des BCN de la zone euro dans la clé de répartition du capital de la BCE ;
- (b) une diminution concomitante des créances des BCN de la zone euro sur la BCE qui résultait du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE lors de leur entrée dans la zone euro ; et
- (c) une augmentation des contributions au capital libéré des BCN ne faisant pas partie de la zone euro à la suite de l'adhésion de dix nouveaux États membres, qui reflète également une progression de 5 % à 7 % du pourcentage minimum du capital souscrit versé par les treize BCN ne faisant pas partie de la zone euro.

La note 15 de l'annexe au bilan présente les détails de ces changements.

5 ACTIVITÉS DE PLACEMENT ET GESTION DU RISQUE

Le portefeuille de réserves de change de la BCE se compose des avoirs de réserve qui lui ont été transférés par les BCN de l'Eurosystème en vertu des dispositions de l'article 30 des statuts du SEBC, et des revenus y afférents. Il a pour objet de financer les opérations de la BCE sur le marché des changes aux fins énoncées dans le Traité.

Le portefeuille de fonds propres de la BCE reflète la structure de placement de son capital libéré, le fonds de réserve général et les revenus accumulés sur ce portefeuille au fil des années. Son objectif est de doter la BCE d'une réserve lui permettant de faire face aux pertes éventuelles.

Les activités de placement de la BCE et sa gestion des risques associés sont décrites de façon plus détaillée dans le chapitre 2 du *Rapport annuel*.

6 GOUVERNEMENT DE LA BCE

Les informations relatives au gouvernement de la BCE sont exposées dans le chapitre 8 du *Rapport annuel*.

7 PERSONNEL

La stratégie des ressources humaines de la BCE, ainsi que des informations complémentaires sur les effectifs employés, sont décrites dans le chapitre 8 du *Rapport annuel*.

BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2004

ACTIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2004 EUROS	2003 EUROS
Avoirs et créances en or	1	7 928 308 842	8 145 320 117
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	2		
Créances sur le FMI		163 794 845	211 651 948
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		26 938 993 980	28 593 384 857
		27 102 788 825	28 805 036 805
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	2	2 552 016 565	2 799 472 504
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	3		
Comptes auprès des banques, titres et prêts		87 660 507	474 743 402
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	4	25 000	25 000
Créances intra-Eurosystème	5		
Créances relatives à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		40 100 852 165	34 899 471 205
Autres créances intra-Eurosystème (net)		3 410 918 324	4 599 894 403
		43 511 770 489	39 499 365 608
Autres actifs	6		
Immobilisations corporelles		187 318 304	128 911 950
Autres actifs financiers		6 428 319 567	5 573 756 258
Produits à recevoir et charges constatées d'avance		770 894 480	590 646 023
Divers		6 933 022	37 791 421
		7 393 465 373	6 331 105 652
Perte de l'exercice		1 636 028 702	476 688 785
Total de l'actif		90 212 064 303	86 531 757 873

PASSIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2004 EUROS	2003 EUROS
Billets en circulation	7	40 100 852 165	34 899 471 205
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	8	1 050 000 000	1 065 000 000
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	9	137 462 706	146 867 501
Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	10	4 967 080	0
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	10		
Dépôts, comptes et autres engagements		1 254 905 957	1 452 432 822
Engagements intra-Eurosystème	11		
Engagements au titre du transfert de réserves de change		39 782 265 622	40 497 150 000
Autres engagements	12		
Charges à payer et produits constatés d'avance		1 136 708 542	1 162 299 071
Divers		327 802 782	174 890 973
		1 464 511 324	1 337 190 044
Provisions	13	110 636 285	87 195 777
Comptes de réévaluation	14	1 921 117 190	2 176 464 065
Capital et réserves	15		
Capital		4 089 277 550	4 097 229 250
Réserves		296 068 424	772 757 209
		4 385 345 974	4 869 986 459
Total du passif		90 212 064 303	86 531 757 873

COMpte DE RÉSULTAT POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2004

	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2004 EUROS	2003 EUROS
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises		422 418 698	541 294 375
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		733 134 472	698 245 187
Autres produits d'intérêt		1 456 650 188	1 449 963 923
<i>Produits d'intérêt</i>		<i>2 612 203 358</i>	<i>2 689 503 485</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés		(693 060 433)	(807 683 148)
Autres charges d'intérêt		(1 229 369 015)	(1 166 693 660)
<i>Charges d'intérêt</i>		<i>(1 922 429 448)</i>	<i>(1 974 376 808)</i>
Produit net d'intérêt	18	689 773 910	715 126 677
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	19	136 045 810	525 260 622
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	20	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change et de taux d'intérêt		0	2 568 708 838
Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques		(1 957 239 299)	(878 720 100)
Charge nette de commissions	21	(261 517)	(63 466)
Autres produits	22	5 956 577	2 911 280
Total des produits nets		(1 261 770 329)	(160 745 609)
Charges de personnel	23 & 24	(161 192 939)	(129 886 988)
Autres charges d'exploitation	25	(176 287 651)	(153 549 282)
Amortissement des immobilisations corporelles		(33 655 824)	(30 410 140)
Service de production des billets	26	(3 121 959)	(2 096 766)
Perte de l'exercice		(1 636 028 702)	(476 688 785)

Francfort-sur-le-Main, 4 mars 2005

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
Jean-Claude Trichet
Président

LES RÈGLES 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 règles et méthodes comptables² que le Conseil des gouverneurs de la BCE estime adaptées à la nature de l'activité d'une banque centrale et qui sont exposées ci-après.

LES RÈGLES COMPTABLES

Les règles comptables appliquées sont les suivantes : réalité économique et transparence, prudence, prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture du bilan, importance relative, principe de spécialisation des exercices, principe de continuité de l'exploitation, permanence des méthodes et 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 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 financiers 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 2004.

LES TITRES

Tous les titres et autres actifs négociables sont valorisés au prix moyen du marché à la date de clôture de l'exercice, ligne de titre par ligne de titre. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2004, les prix moyens du marché au 30 décembre 2004 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 sur l'or. Dans le cas d'une moins-value latente sur

1 Les règles et méthodes comptables de la BCE sont exposées 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 règles 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.

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 CESSION 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 prédeterminée. 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 prédeterminée. 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 2004, 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. 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 « Crées relatives à la répartition des billets en euros dans

l’Eurosystème » (cf. *Les billets en circulation* dans les *Notes relatives aux règles 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, matériels 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 avant que la BCE ne s’installe dans ses locaux définitifs.

LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE

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. *Les soldes intra-SEBC/Les soldes intra-Eurosystème* dans les *Notes relatives aux règles 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 circulation et sous réserve de toute décision du Conseil des gouverneurs d’imputer les charges supportées

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, modifiée par les décisions BCE/2003/23, JO L 9, 15.01.2004 et BCE/2004/9, JO L 205, 9.06.2004

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, modifiée par la décision BCE/2003/22, JO L 9, 15.01.2004

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

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 s'achevant à la fin de l'exercice 2007.

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 2003). Aucune transaction sur or n'a été effectuée en 2004. Le mouvement de bilan par rapport à 2003 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 règles et méthodes comptables*).

<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	2004 euros	2003 euros	Variation euros
Comptes courants	2 682 171 017	1 365 187 080	1 316 983 937
Dépôts sur le marché monétaire	848 227 002	1 197 220 582	(348 993 580)
Accords de prise en pension	2 408 046 989	3 834 025 154	(1 425 978 165)
Titres	21 000 548 972	22 196 952 041	(1 196 403 069)
Total	26 938 993 980	28 593 384 857	(1 654 390 877)

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 2004. 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 règles et méthodes comptables*).

<i>Créances sur des résidents de la zone euro</i>	2004 euros	2003 euros	Variation euros
Comptes courants	26 506	26 740	(234)
Dépôts sur le marché monétaire	2 547 022 979	2 799 445 764	(252 422 785)
Prises en pension	4 967 080	0	4 967 080
Total	2 552 016 565	2 799 472 504	(247 455 939)

La diminution de ces postes en 2004 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 vis-à-vis de l'euro et, dans une moindre mesure, celle du yen, 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 règles et méthodes comptables*).

3 CRÉANCES EN EUROS SUR DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2004, 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 2004, 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 règles et méthodes comptables*).

Autres créances intra-Eurosystème (net)

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 2004, les BCN de la zone euro étaient redevables d'un montant de 536 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 règles et méthodes comptables* et la note 18 de l'*Annexe au compte de résultat*).

	2004 euros	2003 euros
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de <i>Target</i>	64 024 554 579	49 646 309 854
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de <i>Target</i> (61 149 859 140)	(45 579 175 620)	
Solde <i>Target</i> net	2 874 695 439	4 067 134 234
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	536 222 885	532 760 169
Autres créances intra-Eurosystème (net)	3 410 918 324	4 599 894 403

6 AUTRES ACTIFS

Immobilisations corporelles

Au 31 décembre 2004, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	Valeur nette comptable au 31 déc. 2004 euros	Valeur nette comptable au 31 déc. 2003 euros	Variation euros
Terrains et immeubles	135 997 016	54 929 962	81 067 054
Ordinateurs	43 089 388	45 407 622	(2 318 234)
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	3 809 292	2 149 813	1 659 479
Immobilisations en cours	3 215 050	23 259 861	(20 044 811)
Autres immobilisations corporelles	1 207 558	3 164 692	(1 957 134)
Total	187 318 304	128 911 950	58 406 354

La principale augmentation, qui apparaît dans la rubrique « Terrains et immeubles », concerne :

- (a) l'acquisition du terrain 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. Ce montant a été intégralement versé et figure par conséquent dans la rubrique « Terrains et immeubles » ; et
- (b) des transferts en provenance du poste « Immobilisations en cours » au titre des dépenses immobilisées liées à la rénovation des locaux de la BCE sur son troisième site, après le début de l'utilisation des actifs.

Autres actifs financiers

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes :

	2004 euros	2003 euros	Variation euros
Titres libellés en euros	5 399 222 333	5 276 052 927	123 169 406
Accords de prise en pension en euros	869 977 933	167 100 400	702 877 533
Créances au titre du plan de retraite de la BCE	120 243 662	91 727 194	28 516 468
Autres actifs financiers	38 875 639	38 875 737	(98)
Total	6 428 319 567	5 573 756 258	854 563 309

(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 120,2 millions d'euros (91,7 millions d'euros en 2003). Les actifs détenus à ce titre représentent la contrepartie des cotisations de retraite cumulées versées par la BCE et le personnel au 31 décembre 2004 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 2004, cette rubrique comprenait les intérêts courus, à hauteur de 197 millions d'euros (165 millions en 2003), sur les créances de la BCE au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème pour le dernier trimestre de l'année (cf. *Les billets en circulation dans les Notes relatives aux règles et méthodes comptables*).

Le reste de ce solde est composé principalement d'intérêts courus sur des titres et autres actifs financiers.

Divers

En 2004, le poste principal de cette rubrique consiste en une créance sur le ministère des Finances d'Allemagne fédérale au titre de la TVA récupérable et d'autres impôts indirects. Ces impôts sont remboursables aux termes de l'article 3 du Protocole sur les priviléges et immunités des Communautés européennes, qui s'applique à la BCE en vertu de l'article 40 des statuts du SEBC.

7 LES 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 règles 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'ABE 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/les soldes intra-Eurosystème* dans les *Notes relatives aux règles et méthodes comptables*).

10 ENGAGEMENTS EN DEVISES ENVERS DES RÉSIDENTS ET DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Les engagements résultant d'accords de mise en pension conclus avec des résidents et des non-résidents de la zone euro en liaison avec la gestion des réserves en devises de la BCE sont les suivants :

Engagements envers des résidents de la zone euro	2004 euros	2003 euros	Variation euros
Accords de mise en pension	4 967 080	0	4 967 080

Engagements envers des non-résidents de la zone euro	2004 euros	2003 euros	Variation euros
Accords de mise en pension	1 254 905 957	1 452 432 822	(197 526 865)

11 ENGAGEMENTS INTRA-EUROSYSTÈME

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 18 de l'*Annexe au compte de résultat*).

Compte tenu de la diminution de la part des BCN de la zone euro dans la clé de répartition du capital de la BCE intervenue le 1^{er} janvier 2004 et de la modification ultérieure de la clé de répartition le 1^{er} mai 2004 (cf. note 15) le montant initial total des engagements, soit 40 497 150 000 euros, a été ramené en deux étapes à 39 782 265 622 euros au terme de décisions prises par le Conseil des Gouverneurs conformément à l'article 30.3 des Statuts du SEBC. Cet ajustement visait à fournir aux BCN qui rejoindront ultérieurement l'Eurosystème la marge de manœuvre nécessaire pour effectuer le transfert intégral de leurs avoirs de réserve de change au *prorata* de leurs parts souscrites dans la clé de répartition du capital de la BCE. La réduction de ces engagements en euros n'a pas nécessité de rétrocession des avoirs de réserve de change entre la BCE et les BCN.

	Jusqu'au 31 décembre 2003 euros	Du 1 ^{er} janvier au 30 avril 2004 euros	À compter du 1 ^{er} mai 2004 euros
Banque Nationale de Belgique	1 432 900 000	1 414 850 000	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	12 246 750 000	11 702 000 000	11 761 707 508
Banque de Grèce	1 028 200 000	1 080 700 000	1 055 840 343
Banco de España	4 446 750 000	4 390 050 000	4 326 975 513
Banque de France	8 416 850 000	8 258 750 000	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	424 800 000	512 700 000	513 006 858
Banca d'Italia	7 447 500 000	7 286 300 000	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	74 600 000	85 400 000	87 254 014
De Nederlandsche Bank	2 139 000 000	2 216 150 000	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	1 179 700 000	1 150 950 000	1 157 451 203
Banco de Portugal	961 600 000	1 006 450 000	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	698 500 000	714 900 000	717 118 926
Total	40 497 150 000	39 819 200 000	39 782 265 622

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 engagements de la BCE au titre du fonds de pension, qui englobe une provision fondée sur le rapport de l'actuaire (cf. note 13), s'élèvent à 148,8 millions d'euros (100,6 millions en 2003). Les autres charges constatées d'avance et des engagements au titre d'opérations de pension en cours de 200 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

Cette rubrique comprend 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.

	2004 euros	2003 euros	Variation euros
Or	1 853 957 106	2 070 968 381	(217 011 275)
Devises étrangères	0	1 901	(1 901)
Titres	67 160 084	105 493 783	(38 333 699)
Total	1 921 117 190	2 176 464 065	(255 346 875)

15 CAPITAL ET RÉSERVES

Capital

(a) Modifications de la clé de répartition du capital de la BCE

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 pris effet le 1^{er} janvier 2004. Il a été suivi, le 1^{er} mai 2004, d'une deuxième modification de la clé de répartition du capital de la BCE, à l'occasion de l'adhésion de dix nouveaux États membres de l'UE. Conformément à la décision du Conseil du 15 juillet 2003 relative aux données statistiques devant servir à déterminer 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 et au 1^{er} mai 2004 :

	Jusqu'au 31 décembre 2003 pourcentage	Du 1 ^{er} janvier au 30 avril 2004 pourcentage	À compter du 1 ^{er} mai 2004 pourcentage
Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297	2,5502
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040	21,1364
Banque de Grèce	2,0564	2,1614	1,8974
Banco de España	8,8935	8,7801	7,7758
Banque de France	16,8337	16,5175	14,8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254	0,9219
Banca d'Italia	14,8950	14,5726	13,0516
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708	0,1568
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323	3,9955
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019	2,0800
Banco de Portugal	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298	1,2887
<i>Total BCN de la zone euro</i>	<i>80,9943</i>	<i>79,6384</i>	<i>71,4908</i>

	Jusqu'au 31 décembre 2003 pourcentage	Du 1 ^{er} janvier au 30 avril 2004 pourcentage	À compter du 1 ^{er} mai 2004 pourcentage
Česká národní banka	0,0000	0,0000	1,4584
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216	1,5663
Eesti Pank	0,0000	0,0000	0,1784
Banque centrale de Chypre	0,0000	0,0000	0,1300
Latvijas Banka	0,0000	0,0000	0,2978
Lietuvos bankas	0,0000	0,0000	0,4425
Magyar Nemzeti Bank	0,0000	0,0000	1,3884
Banque centrale de Malte	0,0000	0,0000	0,0647
Narodowy Bank Polski	0,0000	0,0000	5,1380
Banka Slovenije	0,0000	0,0000	0,3345
Národná banka Slovenska	0,0000	0,0000	0,7147
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636	2,4133
Bank of England	14,6811	15,9764	14,3822
<i>Total BCN hors zone euro</i>	<i>19,0057</i>	<i>20,3616</i>	<i>28,5092</i>
Total BCN de la zone euro et hors zone euro	100,0000	100,0000	100,0000

(b) Capital de la BCE

En raison de la diminution globale de 1,3559% de la pondération des BCN de la zone euro (qui ont entièrement libéré leur souscription au capital) dans le capital de la BCE, qui s'élève à 5 milliards d'euros, leur part dans le capital souscrit de la BCE est revenue de 4 049 715 000 euros à un total de 3 981 920 000 euros le 1^{er} janvier 2004. Elle a ensuite été ramenée à 3 978 226 562 euros le 1^{er} mai 2004 à l'occasion de l'adhésion des dix nouveaux États membres.

Conformément à l'article 49.3 des statuts du SEBC qui a été ajouté aux Statuts par le Traité

d'adhésion, le capital souscrit de la BCE sera automatiquement augmenté à l'avenir quand un nouvel État membre adhérera à l'UE et que sa BCN entrera dans le SEBC. Le montant de l'augmentation est obtenu par multiplication du montant en vigueur du capital souscrit (5 milliards d'euros) par le rapport, dans le cadre de la clé de répartition élargie, entre la pondération de la/des BCN entrante(s) concernée(s) et celle des BCN déjà membres du SEBC. Par conséquent, le 1^{er} mai 2004, le capital souscrit de la BCE a été porté à 5,565 milliards d'euros.

Les treize BCN hors zone euro sont tenues, à titre de participation aux coûts de fonctionnement encourus par la BCE, de libérer un pourcentage minimum du montant de leur capital souscrit. Le 1^{er} mai 2004, ce pourcentage a été porté de 5 % à 7 %. Y compris les montants reçus des dix nouvelles BCN ne faisant pas partie de la zone euro, cette contribution s'est élevée au total à 111 050 988 euros à cette date. Contrairement aux BCN de la zone euro, les BCN hors zone euro n'ont aucun droit sur les bénéfices distribuables de la BCE, dont 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.

Sous l'effet conjugué des trois évolutions précédemment évoquées, le capital libéré a diminué, revenant de 4 097 229 250 euros le 31 décembre 2003 à 4 032 824 000 le 1^{er} janvier 2004 pour augmenter ensuite, s'établissant à 4 089 277 550 euros le 1^{er} mai 2004, comme il ressort du tableau ci-après :

	Capital souscrit au 31 décembre 2003 euros	Capital libéré au 31 décembre 2003 euros	Capital souscrit du 1 ^{er} janvier au 30 avril 2004 euros	Capital libéré au 1 ^{er} janvier au 30 avril 2004 euros	Capital souscrit à compter du 1 ^{er} mai 2004 ¹ euros	Capital libéré à compter du 1 ^{er} mai 2004 euros
Banque Nationale de Belgique	143 290 000	143 290 000	141 485 000	141 485 000	141 910 195	141 910 195
Deutsche Bundesbank	1 224 675 000	1 224 675 000	1 170 200 000	1 170 200 000	1 176 170 751	1 176 170 751
Banque de Grèce	102 820 000	102 820 000	108 070 000	108 070 000	105 584 034	105 584 034
Banco de España	444 675 000	444 675 000	439 005 000	439 005 000	432 697 551	432 697 551
Banque de France	841 685 000	841 685 000	825 875 000	825 875 000	827 533 093	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	42 480 000	42 480 000	51 270 000	51 270 000	51 300 686	51 300 686
Banca d'Italia	744 750 000	744 750 000	728 630 000	728 630 000	726 278 371	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	7 460 000	7 460 000	8 540 000	8 540 000	8 725 401	8 725 401
De Nederlandsche Bank	213 900 000	213 900 000	221 615 000	221 615 000	222 336 360	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	117 970 000	117 970 000	115 095 000	115 095 000	115 745 120	115 745 120
Banco de Portugal	96 160 000	96 160 000	100 645 000	100 645 000	98 233 106	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	69 850 000	69 850 000	71 490 000	71 490 000	71 711 893	71 711 893
Total BCN de la zone euro	4 049 715 000	4 049 715 000	3 981 920 000	3 981 920 000	3 978 226 562	3 978 226 562
Česká národní banka	0	0	0	0	81 155 136	5 680 860
Danmarks Nationalbank	83 545 000	4 177 250	86 080 000	4 304 000	87 159 414	6 101 159
Eesti Pank	0	0	0	0	9 927 370	694 916
Banque centrale de Chypre	0	0	0	0	7 234 070	506 385
Latvijas Banka	0	0	0	0	16 571 585	1 160 011
Lietuvos bankas	0	0	0	0	24 623 661	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	0	0	0	0	77 259 868	5 408 191
Banque centrale de Malte	0	0	0	0	3 600 341	252 024
Narodowy Bank Polski	0	0	0	0	285 912 706	20 013 889
Banka Slovenije	0	0	0	0	18 613 819	1 302 967
Národná banka Slovenska	0	0	0	0	39 770 691	2 783 948
Sveriges Riksbank	132 685 000	6 634 250	133 180 000	6 659 000	134 292 163	9 400 451
Bank of England	734 055 000	36 702 750	798 820 000	39 941 000	800 321 860	56 022 530
Total BCN hors zone euro	950 285 000	47 514 250	1 018 080 000	50 904 000	1 586 442 685	111 050 988
Total BCN de la zone euro et hors zone euro	5 000 000 000	4 097 229 250	5 000 000 000	4 032 824 000	5 564 669 247	4 089 277 550

1) Les différents montants ont été arrondis à l'euro le plus proche. La somme des composantes peut ne pas être égale au total, en raison des écarts d'arrondis.

Réserves

Cette rubrique représente le fonds de réserve général de la BCE, créé en application de l'article 33 des statuts du SEBC.

INSTRUMENTS DE HORS BILAN

16 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 2004 des opérations de cession temporaire pour un montant de 1 milliard d'euros (0,4 milliard en 2003) (cf. *Les opérations de pension dans les Notes relatives aux règles et aux méthodes comptables*).

17 CONTRATS À TERME DE TAUX D'INTÉRÊT

En 2004, 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 2004, 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	1 077 349 366
Ventes	91 770 061

ANNEXE AU COMPTE DE RÉSULTAT

18 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 :

	2004 euros	2003 euros	Variation euros
Intérêts sur comptes courants	3 744 188	3 679 287	64 901
Revenus des dépôts du marché monétaire	49 854 512	45 699 455	4 155 057
Prises en pension	63 759 141	66 206 740	(2 447 599)
Revenus nets sur titres	317 073 827	445 357 205	(128 283 378)
Total des produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises	434 431 668	560 942 687	(126 511 019)
Charges d'intérêt sur comptes courants	(32 020)	(73 292)	41 272
Mises en pension	(11 947 990)	(19 575 020)	7 627 030
Autres charges d'intérêt (net)	(32 960)	0	(32 960)
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises (nets)	422 418 698	541 294 375	(118 875 677)

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 règles et méthodes comptables*.

Sur la base des estimations des résultats financiers de la BCE pour l'exercice se clôturant le 31 décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé en décembre 2004 :

- (a) de rappeler les trois acomptes trimestriels sur dividendes déjà versés aux BCN au cours de l'année, d'un montant total de 536 millions d'euros ;
- (b) de ne pas procéder au dernier versement trimestriel de 197 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.

En 2004, le produit net d'intérêt a continué d'être affecté par le bas niveau des taux d'intérêt domestiques et étrangers.

19 PLUS/MOINS-VALUES RÉALISÉES SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Les plus values nettes réalisées sur les opérations financières en 2004 ont été les suivantes :

	2004 euros	2003 euros	Variation euros
Plus-values nettes réalisées sur titres	94 643 135	528 606 147	(433 963 012)
Plus-values/(moins-values) nettes de change réalisées	41 402 675	(3 345 525)	44 748 200
Plus-values réalisées sur opérations financières	136 045 810	525 260 622	(389 214 812)

20 MOINS-VALUES LATENTES SUR ACTIFS FINANCIERS ET POSITIONS DE CHANGE

	2004 euros	2003 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres	(28 485 006)	(10 349 709)	(18 135 297)
Moins-values latentes de change	(2 064 800 103)	(3 962 339 851)	1 897 539 748
Total	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)	1 879 404 451

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 2004, pour prendre en compte la dépréciation de cette monnaie vis-à-vis de l'euro durant l'année.

	2004 euros	2003 euros	Variation euros
Commissions (produits)	297 964	700 271	(402 307)
Commissions (charges)	(559 481)	(763 737)	204 256
Charge nette de commissions	(261 517)	(63 466)	(198 051)

21 CHARGE NETTE DE COMMISSIONS

Les produits figurant dans cette rubrique proviennent essentiellement des pénalités imposées aux établissements de crédit pour manquement aux obligations en matière de constitution de réserves obligatoires. Les charges concernent principalement des frais à payer sur comptes courants et relatifs à l'exécution de contrats à terme de taux d'intérêt libellés en devises (cf. note 17 de l'*Annexe au bilan*).

22 AUTRES PRODUITS

Les divers produits perçus durant l'année proviennent essentiellement de la reprise de provisions administratives devenues sans objet. À compter de 2004, ce poste comprend également la contribution des BCN des dix nouveaux États membres aux frais de services

annuels locaux liés à leur connexion locale, lors de leur adhésion, à l'infrastructure informatique sécurisée du SEBC. Dans un premier temps, ces frais sont supportés de façon centralisée par la BCE.

Les contributions des BCN prendront fin quand les États membres concernés rejoindront la zone euro.

23 CHARGES DE PERSONNEL

Les traitements et indemnités et les cotisations au régime d'assurance maladie (120,0 millions d'euros, après 108,2 millions en 2003) ainsi que les cotisations de l'employeur au régime de retraite figurent dans ce poste. Les émoluments versés au Directoire de la BCE se sont élevés à 2,1 millions d'euros (2,0 millions en 2003). 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.

L'augmentation de ce poste en 2004 est essentiellement liée à un accroissement des engagements de la BCE au titre du fonds de pension, tels que calculés par l'actuaire (cf. également note 24).

Le dernier jour ouvré de 2004, la BCE employait 1 309 personnes dont 131 à des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2004 :

	2004	2003
Au 1 ^{er} janvier	1 213	1 105
Nouveaux membres du personnel	137	149
Démissions	41	41
Au 31 décembre	1 309	1 213
Effectif moyen du personnel employé	1 261	1 160

24 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 2003, 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 englobe une provision pour invalidité et prestations postérieures au départ en retraite, s'est élevé à 41,1 millions d'euros (21,7 millions en 2003). Cette somme comprend une provision de 1,8 million d'euros au titre des retraites des membres du Directoire (1,9 million en 2003) 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.

25 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.

26 SERVICES DE PRODUCTION DES BILLETS

En 2004, comme 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.

ANNEXE RELATIVE À LA RÉPARTITION DES PERTES

Cette annexe ne fait pas partie des états financiers de la BCE pour l'année 2004. 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 733 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 2004.

COUVERTURE DES PERTES DE LA BCE

En vertu de 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 Statuts¹.

Le 11 mars 2005, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de couvrir la perte pour l'exercice clos le 31 décembre 2004 de la manière suivante :

	2004 euros	2003 euros
Perte de l'exercice	(1 636 028 702)	(476 688 785)
Prélèvement sur le fonds de réserve général	296 068 424	476 688 785
Transfert du revenu monétaire mis en commun	1 339 960 278	0
Total	0	0

¹ 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

Rapport des commissaires aux comptes

Au président et au Conseil des gouverneurs
de la Banque centrale européenne

Francfort-sur-le-Main

Nous avons vérifié le bilan ci-joint de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2004 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 nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

Nous avons effectué notre audit conformément aux normes internationales de la profession. Ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à examiner, par sondages, les éléments probants justifiant les données contenues dans ces comptes. Il consiste également à porter une appréciation sur les principes comptables suivis et les principales estimations retenues pour l'arrêté des comptes, ainsi qu'à évaluer leur présentation d'ensemble. Nous estimons que nos contrôles fournissent une base raisonnable à l'opinion exprimée ci-après.

À notre avis, les comptes annuels sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2004 et des résultats de l'exercice s'achevant à cette date, conformément aux règles et méthodes comptables décrites dans la première partie des annexes.

Francfort-sur-le-Main, le 4 mars 2005

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer



(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer



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 Gelb
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 Ziecke
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 2004

(EN MILLIONS D'EUROS)

ACTIF	31 DÉCEMBRE 2004	31 DÉCEMBRE 2003
1 Avoirs et créances en or	125 730	130 344
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	153 856	175 579
2.1 Crédances sur le FMI	23 948	29 130
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	129 908	146 449
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	16 974	17 415
4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	6 849	6 049
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	6 849	6 049
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	345 112	298 163
5.1 Opérations principales de refinancement	270 000	253 001
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	75 000	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	109	134
5.6 Appels de marge versés	3	28
6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	3 763	729
7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	70 244	54 466
8 Créances en euros sur des administrations publiques	41 317	42 686
9 Autres actifs	120 479	109 365
Total	884 324	834 796

En raison des arrondis, les totaux et les sous-totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes.

PASSIF	31 DÉCEMBRE 2004	31 DÉCEMBRE 2003
1 Billets en circulation	501 256	436 128
2 Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	138 735	147 328
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	138 624	147 247
2.2 Facilité de dépôt	106	80
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0
2.4 Cessions temporaires de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	5	1
3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	126	257
4 Certificats de dette émis	0	1 054
5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	42 187	39 865
5.1 Engagements envers des administrations publiques	35 968	34 106
5.2 Autres engagements	6 219	5 759
6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	10 912	10 279
7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	247	499
8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	10 679	11 205
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	10 679	11 205
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	5 573	5 761
10 Autres passifs	51 791	54 757
11 Comptes de réévaluation	64 581	67 819
12 Capital et réserves	58 237	59 844
Total	884 324	834 796

ANNEXES

ANNEXES

INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau suivant présente les instruments juridiques adoptés par la BCE en 2004 et début 2005 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 de tous les instruments juridiques adoptés par la BCE depuis sa création et publiés au Journal officiel est disponible sur le site internet de la BCE.

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2004/1	Orientation de la Banque centrale européenne du 13 février 2004 modifiant 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
BCE/2004/3	Décision de la Banque centrale européenne du 4 mars 2004 relative à l'accès du public aux documents de la Banque centrale européenne	JO L 80, 18.03.2004
BCE/2004/4	Orientation de la Banque centrale européenne du 21 avril 2004 modifiant l'orientation BCE/2001/3 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (<i>Target</i>)	JO L 205, 09.06.2004
BCE/2004/5	Décision de la Banque centrale européenne du 22 avril 2004 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 205, 09.06.2004
BCE/2004/6	Décision de la Banque centrale européenne du 22 avril 2004 arrêtant les mesures nécessaires à la libération du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales participantes	JO L 205, 09.06.2004
BCE/2004/7	Décision de la Banque centrale européenne du 22 avril 2004 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 205, 09.06.2004

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2004/8	Décision de la Banque centrale européenne du 22 avril 2004 arrêtant les mesures nécessaires à la contribution à la valeur des fonds propres accumulés à la Banque centrale européenne et à l'adaptation des créances des banques centrales nationales équivalentes aux avoirs de réserve de change transférés, et les mesures relatives aux questions connexes d'ordre financier	JO L 205, 09.06.2004
BCE/2004/9	Décision de la Banque centrale européenne du 22 avril 2004 modifiant la décision BCE/2001/15 du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros	JO L 205, 09.06.2004
BCE/2004/10	Décision de la Banque centrale européenne du 23 avril 2004 arrêtant les mesures nécessaires à la libération du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales non participantes	JO L 205, 09.06.2004
BCE/2004/11	Décision de la Banque centrale européenne du 3 juin 2004 relative aux conditions et modalités des enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude au sein de la Banque centrale européenne en matière de lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés européennes et portant modification des conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne	JO L 230, 30.06.2004
BCE/2004/12	Décision de la Banque centrale européenne du 17 juin 2004 portant adoption du règlement intérieur du Conseil général de la Banque centrale européenne	JO L 230, 30.06.2004
BCE/2004/13	Orientation de la Banque centrale européenne du 1 ^{er} juillet 2004 relative à la prestation par l'Eurosystème de services en matière de gestion des réserves en euros aux banques centrales de pays n'appartenant pas à l'Union européenne, aux pays n'appartenant pas à l'Union européenne et aux organisations internationales	JO L 241, 13.07.2004
BCE/2004/14	Décision de la Banque centrale européenne du 9 juillet 2004 portant modification de la décision BCE/2003/15 du 28 novembre 2003 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2004	JO L 248, 22.07.2004

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2004/15	Orientation de la Banque centrale européenne du 16 juillet 2004 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 354, 30.11.2004
BCE/2004/16	Recommandation de la Banque centrale européenne du 16 juillet 2004 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 292, 30.11.2004
BCE/2004/17	Recommandation de la Banque centrale européenne du 30 juillet 2004 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banca d'Italia	JO C 202, 10.08.2004
BCE/2004/18	Orientation de la Banque centrale européenne du 16 septembre 2004 relative à l'approvisionnement en billets en euros	JO L 320, 21.10.2004
BCE/2004/19	Décision de la Banque centrale européenne du 14 décembre 2004 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2005	JO L 379, 24.12.2004
BCE/2004/20	Orientation de la Banque centrale européenne du 16 décembre 2004 modifiant l'orientation BCE/2004/13 du 1 ^{er} juillet 2004 relative à la prestation par l'Eurosystème de services en matière de gestion des réserves en euros aux banques centrales de pays n'appartenant pas à l'Union européenne, aux pays n'appartenant pas à l'Union européenne et aux organisations internationales	JO L 385, 29.12.2004
BCE/2004/21	Règlement de la Banque centrale européenne du 16 décembre 2004 modifiant le règlement BCE/2001/13 concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires et le règlement BCE/2001/18 concernant les statistiques sur les taux d'intérêt appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et crédits vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières	JO L 371, 18.12.2004
BCE/2005/1	Orientation de la Banque centrale européenne du 21 janvier 2005 modifiant l'orientation BCE/2001/3 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (<i>Target</i>)	JO L 30, 03.02.2005

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2005/2	Orientation de la Banque centrale européenne du 3 février 2005 portant modification de l'orientation BCE/2000/7 relative aux instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	Non encore publiée au Journal officiel
BCE/2005/3	Recommandation de la Banque centrale européenne du 11 février 2005 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banque du Portugal	JO C 50, 26.02.2005
BCE/2005/4	Orientation de la Banque centrale européenne du 15 février 2005 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	Non encore publiée
BCE/2005/5	Orientation de la Banque centrale européenne du 17 février 2005 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne et aux procédures d'échange d'informations statistiques au sein du Système européen de banques centrales en matière de statistiques de finances publiques	Non encore publiée

AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau ci-après présente les avis adoptés par la BCE en 2004 et début 2005 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. Une liste de l'ensemble des avis adoptés par la BCE depuis sa création est disponible sur le site internet de la BCE.

(a) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'un État membre¹

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2004/1	Finlande	Mesures affectant la situation financière de Suomen Pankki et dispositions relatives à son pouvoir normatif
CON/2004/2	Suède	Déclaration des statistiques monétaires et bancaires par les institutions financières monétaires
CON/2004/3	Luxembourg	Établissement d'un cadre juridique spécifique pour les opérations de titrisation
CON/2004/5	Autriche	Surveillance complémentaire des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier
CON/2004/6	France	Couverture des pertes de change subies par la Banque de France
CON/2004/8	France	Cadre juridique du recyclage des pièces et des billets en euros
CON/2004/9	Belgique	Procédures d'insolvabilité relatives aux établissements de crédit, aux organismes de liquidation et aux entreprises d'investissement
CON/2004/15	France	Titres de créance négociables
CON/2004/16	Italie	Protection de l'épargne
CON/2004/17	Suède	Anciens billets et pièces n'ayant plus cours légal
CON/2004/18	Portugal	Assainissement et liquidation des établissements de crédit
CON/2004/20	France	Prêts des établissements de crédit indexés sur l'inflation
CON/2004/21	Pays-Bas	Surveillance du secteur financier
CON/2004/22	France	Transfert de propriété des instruments financiers

1 En décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé que les avis de la BCE émis à la demande des autorités nationales seraient en règle générale publiés immédiatement après leur adoption et transmission à l'autorité consultante.

2 Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2004/23	Allemagne	Obligations de déclaration statistique concernant les opérations transfrontières entre résidents et non-résidents
CON/2004/24	Autriche	Collecte de statistiques concernant les importations et exportations de services
CON/2004/25	Estonie	Autorités réglementaires des établissements de monnaie électronique
CON/2004/26	Autriche	Système de déclaration dans le domaine de la balance des paiements, à l'exception des services et des transferts
CON/2004/27	Belgique	Contrats de garantie financière
CON/2004/28	Suède	Circulation des billets et des pièces
CON/2004/29	Malte	Exonération du régime maltais de réserves obligatoires
CON/2004/30	France	Achèvement du cadre juridique régissant les fonds de titrisation
CON/2004/31	Slovaquie	Surveillance du marché financier par la Národná banka Slovenska
CON/2004/33	Hongrie	Obligations de déclaration statistique du système d'information de la banque centrale
CON/2004/34	Belgique	Taxe sur les opérations de change
CON/2004/35	Hongrie	Processus de décision en matière de politique monétaire
CON/2004/36	République tchèque	Programme d'enquêtes statistiques pour l'année 2005
CON/2004/37	République tchèque	Introduction des établissements de monnaie électronique
CON/2004/38	Danemark	Création d'un cadre juridique et de surveillance pour les fonds spéculatifs
CON/2004/39	Espagne	Nouvelle structure de gestion du système de compensation des paiements de détail
CON/2005/3	Hongrie	Traitemet et distribution des billets et pièces
CON/2005/5	Malte	Obligations de déclaration statistique des établissements de crédit établies par la Banque centrale de Malte

(b) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'une institution européenne³

Numéro ⁴	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2004/4	Conseil	Établissement des comptes non financiers trimestriels par secteur institutionnel	JO C 42, 18.02.2004
CON/2004/7	Conseil	Organisation selon une nouvelle structure des comités de l'UE compétents en matière de services financiers, appliquant le processus Lamfalussy à tous les secteurs financiers	JO C 58, 06.03.2004
CON/2004/10	Conseil	Taux de conversion entre l'euro et les monnaies des États membres adoptant l'euro	JO C 88, 08.04.2004
CON/2004/11	Conseil	Nomination d'un membre du Directoire de la Banque centrale européenne	JO C 87, 07.04.2004
CON/2004/12	Conseil	Accord relatif aux relations monétaires avec la Principauté d'Andorre	JO C 88, 08.04.2004
CON/2004/13	Conseil	Médailles et jetons similaires aux pièces en euros	JO C 134, 12.05.2004
CON/2004/14	Conseil	Élaboration et transmission de données sur la dette publique trimestrielle	JO C 134, 12.05.2004
CON/2004/19	Conseil	Statistiques conjoncturelles	JO C 158, 15.06.2004
CON/2004/32	Conseil	Ouverture de négociations au sujet d'un accord relatif aux relations monétaires avec la Principauté d'Andorre	JO C 256, 16.10.2004
CON/2005/2	Conseil	Prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme	JO C 40, 17.02.2005
CON/2005/4	Conseil	Dispositif d'adéquation des fonds propres des établissements de crédit et des entreprises d'investissement	JO C 52, 02.03.2005

³ Également publiés sur le site internet de la BCE

⁴ Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS JANVIER 2004

Cette liste est destinée à informer les lecteurs d'une sélection de documents publiés par la Banque centrale européenne depuis janvier 2004. Concernant les documents de travail, la liste ne mentionne que ceux publiés entre décembre 2004 et février 2005. 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 (<http://www.ecb.int>).

RAPPORT ANNUEL

Rapport annuel 2003, avril 2004

ARTICLES PARUS DANS LE BULLETIN MENSUEL¹⁾

- « L'UEM et la conduite des politiques budgétaires », janvier 2004
- « 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
- « Les incidences de la politique budgétaire sur la stabilité macroéconomique et les prix », avril 2004
- « Les évolutions à venir du système *Target* », avril 2004
- « Les pays partenaires de Barcelone et leurs relations avec la zone euro », avril 2004
- « L'économie de l'Union européenne à la suite de l'adhésion des nouveaux États membres », mai 2004
- « Le taux d'intérêt réel naturel dans la zone euro », mai 2004
- « Les techniques de réduction des risques dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème », mai 2004
- « Évolution de la productivité du travail dans la zone euro : tendances générales et divergences sectorielles », juillet 2004
- « La résilience du secteur bancaire de l'UE depuis 2000 », juillet 2004
- « La Constitution européenne et la BCE », août 2004
- « Propriétés et utilisation des comptes trimestriels des administrations publiques », août 2004
- « Les billets en euros : premières années d'expérience », août 2004
- « L'analyse monétaire en temps réel », octobre 2004
- « L'intégration économique dans différentes régions hors Union européenne », octobre 2004
- « L'incidence des cours du pétrole sur l'économie de la zone euro », novembre 2004
- « Quelles informations tirer du prix des actifs financiers ? », novembre 2004
- « L'évolution du cadre de l'UE relatif à la réglementation, à la surveillance et à la stabilité financières », novembre 2004
- « Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres : principales caractéristiques et implications », janvier 2005

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 des *Relations avec le public* de la Banque de France.

- « Modification de la structure et évolutions récentes des flux de capitaux vers les économies de marché émergentes », janvier 2005
- « La discipline de marché pour le secteur bancaire », février 2005
- « Premier bilan des modifications du cadre opérationnel de l'Eurosystème pour la mise en œuvre de la politique monétaire », février 2005
- « La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro vis-à-vis de ses principales contreparties », février 2005

STATISTICS POCKET BOOK

Recueil mensuel statistique sous format de poche, disponible depuis août 2003

ÉTUDES CONCERNANT DES SUJETS SPÉCIFIQUES

- 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
- 12 "Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages" par R. Anderton, F. di Mauro et F. Moneta, avril 2004
- 13 "Fair value accounting and financial stability" par un groupe d'experts dirigé par A. Enria et avec la participation de L. Cappiello, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires et P. Poloni, avril 2004
- 14 "Measuring financial integration in the euro area" par L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova et C. Monnet, avril 2004
- 15 "Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics" par H. Ahnert et G. Kenny, mai 2004
- 16 "Market dynamics associated with credit ratings: a literature review" par F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland et C. Zins, juin 2004
- 17 "Corporate 'excesses' and financial market dynamics" par A. Maddaloni et D. Pain, juillet 2004
- 18 "The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents" par A. Geis, A. Mehl et S. Wredenborg, juillet 2004
- 19 "Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective" par un groupe de travail du Comité de la politique monétaire du SEBC, juillet 2004
- 20 "The supervision of mixed financial services groups in Europe" par F. Dierick, août 2004
- 21 "Governance of securities clearing and settlement systems" par D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti et C. Papathanassiou, octobre 2004
- 22 "Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective" par A. Musso et T. Westermann, janvier 2005
- 23 "The bank lending survey for the euro area" par J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt et S. Scopel, février 2005
- 24 "Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries" par V. Genre, D. Momferatou et G. Mourre, février 2005

DOCUMENTS DE TRAVAIL

419 "The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries" par M. Hallerberg, R. Strauch et J. von Hagen, décembre 2004

420 "On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union" par C. Detken, V. Gaspar et B. Winkler, décembre 2004

421 "EU fiscal rules: issues and lessons from political economy" par L. Schuknecht, décembre 2004

422 "What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances" par M. Tujula et G. Wolswijk, décembre 2004

423 "Price setting in France: new evidence from survey data" par C. Loupias et R. Ricart, décembre 2004

424 "An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates" par F. Breedon et P. Vitale, décembre 2004

425 "Geographic versus industry diversification: constraints matter" par P. Ehling et S. Brito Ramos, janvier 2005

426 "Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds" par D. P. Miller et J. J. Puthenpurackal, janvier 2005

427 "Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?" par K. Kauko, janvier 2005

428 "Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings" par V. Pons-Sanz, janvier 2005

429 "Cross-border diversification in bank asset portfolios" par C. M. Buch, J. C. Driscoll et C. Ostergaard, janvier 2005

430 "Public policy and the creation of active venture capital markets" par M. Da Rin, G. Nicodano et A. Sembenelli, janvier 2005

431 "Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry" par G. Calzolari et G. Loranth, janvier 2005

432 "Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms" par Y. Chung Cheung, F. de Jong et B. Rindi, janvier 2005

433 "Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility" par R. Beetsma et X. Debrun, janvier 2005

434 "Interest rates and output in the long run" par Y. Aksoy et M. León-Ledesma, janvier 2005

435 "Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?" par L. Schuknecht et V. Tanzi, février 2005

436 "Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany" par L. Cappiello et S. Guéné, février 2005

437 "What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants" par E. Papaioannou, février 2005

438 "Quality of public finances and growth" par A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht et M. Thöne, février 2005

439 "A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market" par V. Brousseau et A. Manzanares, février 2005

440 "Estimating and analysing currency options' implied risk-neutral density functions for the largest new EU Member States" par O. Castrén, février 2005

441 "The Phillips curve and long-term unemployment" par R. Llaudes, février 2005

442 "Why do financial systems differ? History matters" par C. Monnet et E. Quintin, février 2005

443 "Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data" par S. Rosati et S. Secola, février 2005

- 444 “Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy” par L. Stracca et A. al-Nowaihi, février 2005
- 445 “Welfare implications of joining a common currency” par M. Ca’Zorzi, R. A. De Santis et F. Zampolli, février 2005
- 446 “Trade effects of the euro: evidence from sectoral data” par R. E. Baldwin, F. Skudelny et D. Taglioni, février 2005
- 447 “Foreign exchange option and returns-based correlation forecasts: evaluation and two applications” par O. Castrén et S. Mazzotta, février 2005

AUTRES PUBLICATIONS

- “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”², janvier 2004
- “The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, 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
- “Foreign direct investment task force report”, mars 2004
- “External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank”, avril 2004
- “Payment and securities settlement systems in the accession countries – *Addendum* incorporating 2002 figures” (Blue Book), avril 2004
- “Payment and securities settlement systems in the European Union – *Addendum* incorporating 2002 figures” (Blue Book), avril 2004
- “TARGET compensation claim form”, avril 2004
- “Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe”, avril 2004
- “The use of central bank money for settling securities transactions”, mai 2004
- “TARGET Annual Report 2003”, mai 2004
- “Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles”, mai 2004
- “Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management”, mai 2004
- “Risk management for central bank foreign reserves”, mai 2004
- “Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan”, juin 2004
- “The development of statistics for Economic and Monetary Union” par P. Bull, juillet 2004
- “ECB staff macroeconomic projections for the euro area”, septembre 2004
- “Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option”, septembre 2004
- “Institutional provisions: Statute of the ESCB and of the ECB ; Rules of Procedure”, octobre 2004
- “Convergence Report 2004”³, octobre 2004

2 *La politique monétaire de la BCE*. Ce document peut être obtenu auprès du service *Documentation* de la Banque nationale de Belgique et du service des *Relations avec le public* de la Banque de France.

3 *Rapport sur la convergence 2004*. Ce document peut être obtenu auprès du service *Documentation* de la Banque nationale de Belgique et du service des *Relations avec le public* de la Banque de France.

“Standards for securities clearing and settlement in the European Union”, octobre 2004
“The European Central Bank – History, role and functions”, octobre 2004
“E-payments without frontiers”, octobre 2004
“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, novembre 2004
“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries”, novembre 2004
“Report on EU banking structure 2004”, novembre 2004
“EU banking sector stability 2004”, novembre 2004
“Letter from the ECB President to the President of the European Parliament”, novembre 2004
“Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs”, novembre 2004
“Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area”, décembre 2004
“Towards a single euro payments area – third progress report”, décembre 2004
“The euro bond market study 2004”, décembre 2004
“Financial Stability Review”, décembre 2004
“Review of the requirements in the field of general economic statistics”, décembre 2004
“Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years”, décembre 2004
“Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers”, janvier 2005
“Review of the international role of the euro”, janvier 2005
“Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, janvier 2005
“Banking structures in the new EU Member States”, janvier 2005
“Progress report on TARGET 2”, février 2005
“The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”⁴, février 2005
“Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation”, février 2005
“Payment and securities settlement systems in the European Union – *Addendum* incorporating 2003 figures” (Blue Book), février 2005

BROCHURES D'INFORMATION

“Information guide for credit institutions using TARGET”, juillet 2003
“TARGET 2 – the future TARGET system”, septembre 2004
“TARGET – the current system”, septembre 2004

4 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 des Relations avec le public de la Banque de France.

CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME¹

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 %.

du jour de laquelle figure l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire, et non plus le 24^e jour du mois.

1^{ER} AVRIL, 6 MAI, 3 JUIN, 1^{ER} JUILLET, 5 AOÛT, 2 SEPTEMBRE, 7 OCTOBRE, 4 NOVEMBRE, 2 DÉCEMBRE 2004, 13 JANVIER 2005

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.

14 JANVIER 2005

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever de 25 milliards d'euros, à 30 milliards, le montant qui sera proposé à l'adjudication lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2005. Ce relèvement tient compte d'un besoin de refinancement prévisionnel accru des banques de la zone euro en 2005. 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 2006.

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 %.

3 FÉVRIER, 3 MARS 2005

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 %.

10 MARS 2004

Conformément à la décision du Conseil des gouverneurs du 23 janvier 2003, la durée des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est ramenée de deux semaines à une semaine et la période de constitution des réserves obligatoires débutera systématiquement le jour de règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs à l'ordre

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2003 peut être consultée, respectivement, 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, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2002, pages 254 et 255, et dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2003, pages 235 et 236.

GLOSSAIRE

Ce glossaire contient une sélection de termes utilisés dans le Rapport annuel. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être consulté sur le site internet de la BCE.

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.

Actions (Equities) : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise. Ils comprennent les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administration centrale (Central government) : dans le **Système européen de comptes 1995**, secteur des administrations publiques à l'exclusion des administrations régionales et locales (cf. également **administrations publiques**).

Administrations publiques (General government) : secteur défini dans le **Système européen de comptes 1995** comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

Analyse économique (Economic analysis) : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** pour mener une 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 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 **Banque centrale européenne** pour conduire une 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 en matière d'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 éligibles du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

Balance des paiements [Balance of payments (b.o.p)] : 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.

Banque centrale européenne (BCE) [European Central Bank (ECB)] : la BCE est au centre de l’Eurosystème et du **Système européen de banques centrales (SEBC)**, 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 SEBC. 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) : bilan obtenu par l’élimination du bilan agrégé des positions des **IFM** entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la **zone euro** ne faisant pas partie de ce secteur (**administrations publiques** et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d’effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

Comité économique et financier (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)] : organe communautaire consultatif participant à la préparation des travaux du Conseil de l’UE. Ses missions comprennent l’examen de la situation économique et financière des États membres et de la Communauté, et la surveillance budgétaire.

Conseil Ecofin (ECOFIN Council) : Conseil de l’UE se réunissant au niveau des ministres de l’Économie et des Finances.

Conseil général (General Council) : l’un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (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 **Banque centrale européenne (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.

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 entre les **contreparties** à une transaction, agissant en tant qu’acheteur auprès de tout vendeur et en tant que vendeur auprès de tout acheteur.

Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (MFI credit to euro area residents) : prêts des **IFM** accordés aux résidents non IFM de la **zone euro (administrations publiques)** et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non IFM de la zone euro (actions, autres participations et **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 (c'est-à-dire qu'ils n'existent plus que sous forme d'enregistrements électroniques). Outre la conservation et la gestion des titres, un dépositaire central de titres peut exercer des fonctions de compensation et de règlement-livraison.

Directoire (Executive Board) : l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (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.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (MFI longer-term financial liabilities) : dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, **titres de créance** d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les **IFM** de la **zone euro** 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 effectif en vigueur sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit (Credit institution) : (1) 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) 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.

Eurosystème (Eurosystem) : système de banque centrale de la **zone euro**. Il comprend la **Banque centrale européenne** et les BCN des États membres ayant adopté l'euro au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire**.

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 24 heures à un taux 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 comment sont répartis les droits et 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.

IFM (Institutions financières monétaires) [MFIs (monetary financial institutions)] : institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Elles incluent la **Banque centrale européenne**, 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 États membres 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**, le 1^{er} janvier 1994. Il a été mis en liquidation, le 1^{er} juin 1998, après l'instauration de la **Banque centrale européenne**.

Investissements directs (Direct investment) : investissements transfrontières effectués dans l'objectif d'acquérir un intérêt durable (en pratique, participation au capital équivalant à au moins 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise résidente d'un autre pays.

Investissements de portefeuille (Portfolio investment) : transactions et/ou positions nettes des résidents de la **zone euro** relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les opérations en capital et sur **titres de créance** (obligations et instruments du **marché monétaire**), moins les montants enregistrés au titre des **investissements directs** ou des avoirs de réserve.

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** plus 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** plus les instruments négociables, notamment les **pensions**, les titres d'OPCVM monétaires et les instruments du **marché monétaire**, ainsi que 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 émises et négociées des **actions**.

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 long terme.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (exchange rate mechanism II)] : dispositif de change qui pose 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'**Union économique et monétaire**.

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. En fonction de leurs objectifs, régularité et procédures, les opérations d'*open market* de l'**Eurosystème** peuvent être réparties en quatre catégories : les **opérations principales de refinancement**, les **opérations de refinancement à plus long terme**, les **opérations de réglage fin** et les opérations structurelles. S'agissant des instruments utilisés, les **opérations de cession temporaire** constituent le principal instrument d'*open market* de l'Eurosystème et peuvent être utilisées pour effectuer les quatre catégories d'opérations. En outre, peuvent être utilisés, pour les opérations structurelles, l'émission de certificats de dette et les opérations ferme et pour la réalisation d'opérations de réglage fin, les opérations ferme, les **swaps de change** et les reprises de liquidité en blanc.

Opération principale de refinancement (Main refinancing operation) : opération d'*open market* effectuée par l'**Eurosystème** de manière régulière sous forme d'**opération de cession temporaire**. Depuis le 10 mars 2004, ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

Opération de refinancement à plus long terme (Longer-term refinancing operation) : opération d'*open market* que l'**Eurosystème** effectue de manière régulière sous forme d'**opération de cession temporaire**. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux mensuels et sont normalement assorties d'une échéance de trois mois.

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 à des fluctuations inattendues de la liquidité bancaire.

Option (Option) : instrument financier qui donne à son détenteur le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif 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).

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** 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.

Pays adhérents (Acceding countries) : il s'agit des dix pays qui ont signé le Traité d'adhésion à l'UE en 2003 avant de rejoindre l'UE le 1^{er} mai 2004 : la République tchèque, l'Estonie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, Malte, la Pologne, la Slovénie et la Slovaquie.

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**. Depuis le 10 mars 2004, la période de constitution des réserves débute 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 **Banque centrale européenne** 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 créitrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents (MFI net external assets) : créances du secteur des **IFM** de la **zone euro** et sur les non-résidents (comme l'or, les devises étrangères – billets et pièces –, les 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 dépôts des non-résidents de la zone euro et les **pensions**, leurs avoirs en 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.

Procédure de déficit excessif (Excessive deficit procedure) : la disposition définie à l'article 104 du **Traité** et précisée dans le protocole n° 20 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**.

Projections (Projections) : résultats des exercices réalisés quatre fois par an afin de prévoir les scénarios possibles concernant les évolutions macroéconomiques futures au sein de la **zone euro**. Les projections établies par les services de l'**Eurosystème** sont publiées en juin et en décembre, tandis que celles réalisées par les services de la BCE le sont en mars et en septembre. Elles s'inscrivent dans le cadre du pilier relatif à l'**analyse économique** de la stratégie de politique monétaire de la **Banque centrale européenne** et sont donc un des éléments servant à l'évaluation, par le **Conseil des gouverneurs**, des risques pour la **stabilité des prix**.

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 dûment identifiés conformément aux orientations définies 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. Il recouvre le risque de coût de remplacement et le risque en principal. Il comprend également le risque de défaillance de la banque de règlement.

Risque de liquidité (Liquidity risk) : risque qu'une **contrepartie** ne s'acquitte pas intégralement de son obligation à l'échéance mais à une date non précisée au-delà de cette échéance.

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 établissement à faire face à ses obligations à l'échéance empêche, à leur tour, les autres établissements de remplir les leurs lorsqu'elles seront exigibles. Une telle défaillance peut entraîner d'importants problèmes de liquidité ou de crédit et, par conséquent, menacer la stabilité des marchés de capitaux ou la confiance dans ces derniers.

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.

Système européen de banques centrales (SEBC) (European System of Central Banks – ESCB) : constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des BCN de chacun des 25 États membres de l'UE, 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 1995 (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 (RTGS) – (Real-time gross settlement system – RTGS) : système de règlement dans lequel le traitement et le règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans qu'intervienne une compensation) en temps réel (en continu) (cf. **Target**).

Système de règlement-livraison de titres [Securities settlement system (SSS)] : système permettant la détention et le transfert de titres, *franco* de paiement ou contre paiement (livraison contre paiement) ou contre un autre actif (livraison contre livraison). Il comprend l'ensemble des dispositifs institutionnels et techniques nécessaires au règlement des opérations sur titres et à la conservation de titres. Il peut s'agir d'un système de règlement brut en temps réel, de règlement brut ou de règlement net. Un système de règlement-livraison permet de calculer (compensation) les obligations des participants.

Swap de change (Foreign exchange swap) : échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme.

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 RTGS nationaux, du mécanisme de paiement de la **BCE** et du mécanisme d'interconnexion.

Taux de change effectifs (TCE) de l'euro (nominaux/réels) [Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)] : moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la **zone euro**. La **Banque centrale européenne** publie les indices de TCE nominal de l'euro par rapport à deux groupes de partenaires commerciaux : le TCE-23 (qui inclut les treize États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE) et le TCE-42 (qui comprend le groupe de TCE-23 et dix-neuf autres pays). Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE 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 d'un pays en matière de prix et de coûts.

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 **Banque centrale européenne**. 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 des IFM (MFI interest rates) : taux d'intérêt que les **IFM** résidentes, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la **zone euro** et aux prêts qui leur sont consentis.

Taux de réserves (Reserve ratio) : coefficient établi par la banque centrale pour chaque catégorie d'éléments éligibles du 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.

Titre de créance (Debt security) : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à

l'avance. Ces titres 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.

Traité (Treaty) : désigne le traité instituant la Communauté européenne (« traité de Rome »). Il a été modifié à plusieurs reprises, notamment par le traité sur l'Union européenne (« traité de Maastricht »), qui constitue le fondement de l'**Union économique et monétaire** et définit les statuts du **SEBC**.

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 la réalisation de l'UEM au sein de l'UE. La phase III, dernière phase du processus, a démarré le 1^{er} janvier 1999 avec le transfert des compétences monétaires à la **Banque centrale européenne** et l'introduction de l'euro. La mise en place de l'UEM s'est achevée 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 Banque centrale européenne**. 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.

