



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

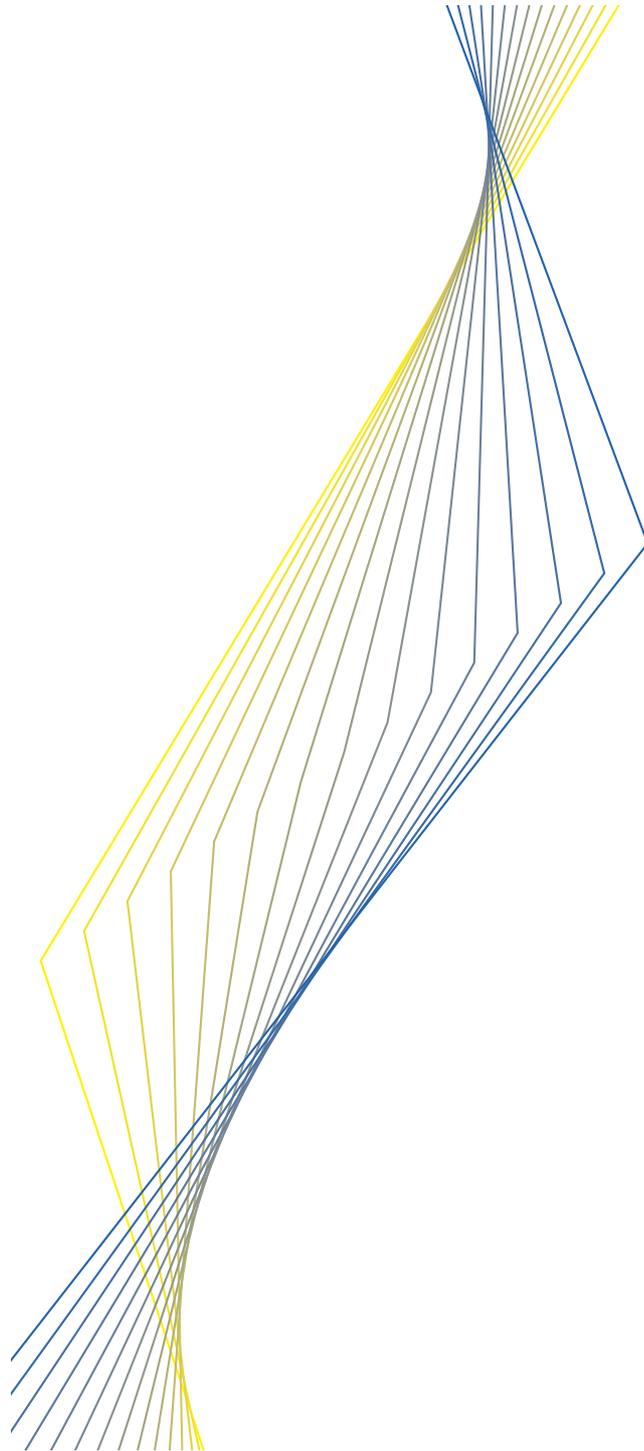
ECB EZB EKT BCE EKP

RAPPORT ANNUEL

2002



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



**RAPPORT
ANNUEL**

2002

© Banque centrale européenne, 2003

Adresse	Kaiserstrasse 29 D-60311 Francfort-sur-le-Main Allemagne
Adresse postale	Postfach 16 03 19 D-60066 Francfort-sur-le-Main Allemagne
Téléphone	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Télécopie	+49 69 1344 6000
Télex	411 144 ecb d

Traduction effectuée par la Banque nationale de Belgique et la Banque de France

Les photocopies à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées en citant la source.

Achévé de rédiger le 28 février 2003

ISSN 1561-4581 (papier)

ISSN 1725-289X (internet)

Sommaire

Avant-propos	2
---------------------	----------

Chapitre I

Les évolutions économiques et la politique monétaire

1 Vue d'ensemble : les décisions de politique monétaire en 2002	8
2 Les évolutions monétaires et financières	14
2.1 Les évolutions monétaires	14
2.2 Les marchés de capitaux	20
3 Les évolutions de prix	39
4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail	47
5 Les évolutions budgétaires	55
6 L'environnement macroéconomique international, les taux de change et la balance des paiements	60

Chapitre II

Les opérations de banque centrale

1 La mise en œuvre de la politique monétaire	76
1.1 Vue d'ensemble	76
1.2 La gestion de la liquidité	78
1.3 Les opérations d' <i>open market</i>	79
1.4 Les facilités permanentes	81
1.5 Le système des réserves obligatoires	81
1.6 Les actifs éligibles	82
1.7 L'activité sur le marché monétaire	85
2 Les opérations de change et la gestion des réserves de change et des fonds propres de la BCE	85
2.1 Les opérations de change	85
2.2 La gestion des réserves de change	86
2.3 La gestion des fonds propres	87
2.4 L'organisation de la gestion des réserves de change et des fonds propres de la BCE	87

Chapitre III

La gestion des risques

1 Vue d'ensemble	92
2 Les opérations liées à la politique monétaire	92

3	Le cadre de la gestion des risques des opérations de politique monétaire	93
4	Les opérations de placement	95
5	La structure de la gestion des risques liés aux opérations de placement	95

Chapitre IV

	Les évolutions économiques dans les autres pays de l'Union européenne	100
--	--	------------

Chapitre V

La coopération européenne et internationale

1	Les questions européennes	110
1.1	La mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance	111
1.2	Les propositions visant à renforcer la coordination des politiques économiques et à rationaliser les processus de coordination	113
1.3	La Convention sur l'avenir de l'Europe	114
1.4	La réforme des marchés financiers	115
2	La coopération internationale	116
2.1	La surveillance multilatérale et bilatérale des politiques macroéconomiques	116
2.2	Le suivi des évolutions des marchés financiers mondiaux	118
2.3	Les relations avec le FMI et les instances apparentées	118
2.4	La coopération avec les régions voisines de l'UE	120
2.5	La coopération avec la zone Asie-Pacifique et l'Amérique latine	121

Chapitre VI

L'élargissement de l'Union européenne

1	Introduction	126
2	Les principales questions économiques, juridiques et institutionnelles	127
2.1	La convergence réelle	127
2.2	La convergence juridique et institutionnelle	129
2.3	La convergence nominale	129
2.4	Les stratégies de politique monétaire et de change	131
2.5	Les évolutions du secteur financier	132
2.6	Conclusion	133
3	Les préparatifs en vue de l'adhésion	134
3.1	Les préparatifs des organes de décision et des comités du SEBC	134
3.2	Le capital souscrit de la BCE et le plafond applicable aux avoirs de réserve de change	134
3.3	Le Schéma directeur	135
3.4	L'évaluation des infrastructures de paiement, de compensation et de règlement de titres dans les pays candidats	136

3.5	L'Accord de confidentialité avec les banques centrales des pays candidats	136
3.6	La coopération dans le domaine de la surveillance de la contrefaçon des billets de banque	137
3.7	La coopération au niveau des activités de banque centrale	137

Chapitre VII

La production et l'émission de billets en euros

I	L'introduction des billets et pièces en euros et l'évolution de la circulation fiduciaire	140
1.1	La préalimentation et la sous-préalimentation en billets et pièces en euros en 2001	140
1.2	L'introduction des billets et des pièces en euros lors de la période du passage à l'euro fiduciaire en 2002	140
1.3	L'évolution de la circulation fiduciaire en euros durant le reste de l'année 2002	141
1.4	Le retrait des monnaies nationales	142
2	La production des billets et pièces en euros	142
2.1	La production des billets en euros	142
2.2	La gestion du stock et la création du stock stratégique de l'Eurosystème	143
2.3	Le soutien à la production des pièces en euros	144
3	Les dispositions communes de l'Eurosystème en matière de traitement des espèces	144
3.1	La politique en matière de commissions et la position commune de l'Eurosystème en ce qui concerne les heures d'ouverture et les règles de débit et de crédit pour les services liés au traitement des espèces aux guichets des BCN	144
3.2	La détermination d'une position commune concernant l'utilisation des caisses recyclantes dans la zone euro	145
4	La protection des billets en euros contre la contrefaçon	145

Chapitre VIII

Les systèmes de paiement et de règlement de titres

I	Le fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement de titres	151
1.1	Le système <i>Target</i>	151
1.2	Le modèle de banque centrale correspondante	154
2	Les questions d'ordre général relatives à la surveillance des systèmes de paiement	154
3	Les systèmes de paiement de montant élevé	155
3.1	Les évolutions des autres systèmes de paiement de montant élevé en euros	155
3.2	Le système CLS (<i>Continuous Linked Settlement</i>)	155

4	Les services de paiement de masse	157
5	Les systèmes de compensation et de règlement de titres	158
5.1	L'évaluation des systèmes de règlement de titres	158
5.2	La consolidation de l'infrastructure européenne dans le domaine des titres	159
5.3	La coopération avec le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR)	159
6	Les autres activités	160

Chapitre IX

La stabilité financière et la surveillance prudentielle

1	Les structures, les performances et les risques dans le secteur bancaire	164
2	Les dispositifs de stabilité financière et de surveillance	167
3	La réglementation bancaire et financière	170

Chapitre X

Le cadre statistique

1	Introduction	176
2	Les statistiques monétaires et bancaires et les statistiques relatives aux marchés financiers	176
3	Les statistiques de balance des paiements, d'avoirs de réserve, de position extérieure et de taux de change effectifs	178
4	Les comptes financiers	179
5	Les statistiques de finances publiques	179
6	Les statistiques économiques générales	179
7	La coopération avec la Commission européenne et les institutions internationales	180

Chapitre XI

Les autres missions et activités

1	Les fonctions consultatives	184
2	Le respect des interdictions relatives au financement monétaire de l'État et à l'accès privilégié aux institutions financières	186

3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires	187
--	------------

Chapitre XII

La communication externe et le principe de responsabilité

1 La politique et les activités de communication de la BCE	190
1.1 Les activités de communication	190
1.2 Les principaux thèmes sur lesquels a porté la communication en 2002	191
2 L'échange d'informations et d'opinions avec le Parlement européen	192
2.1 Vue d'ensemble des relations entre la BCE et le Parlement européen	192
2.2 Les points de vue de la BCE sur certains sujets évoqués lors des réunions avec le Parlement européen	193

Chapitre XIII

Le cadre institutionnel de l'Eurosystème et du Système européen de banques centrales

1 L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales	199
2 Les organes de décision de la BCE	200
2.1 Le Conseil des gouverneurs	200
2.2 Le Directoire	203
2.3 Le Conseil général	204
3 L'organisation de la BCE	206
3.1 Le gouvernement d'entreprise	206
3.2 La gestion des ressources humaines	207
3.3 L'organigramme de la BCE	209
3.4 Les locaux de la BCE	210
4 Le dialogue social au sein du SEBC	210
5 Les comités du SEBC	210

Chapitre XIV

Les comptes annuels de la Banque centrale européenne et le bilan consolidé de l'Eurosystème pour l'exercice 2002

Bilan au 31 décembre 2002	214
Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2002	216
Principes et méthodes comptables	217
Annexe au bilan	221

Annexe au compte de résultat	226
Rapport des commissaires aux comptes	230
Annexe relative à l'affectation des bénéfices	231
Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2002	232
<hr/>	
Les instruments juridiques adoptés par la Banque centrale européenne en 2002	235
<hr/>	
Documents publiés par la Banque centrale européenne	237
<hr/>	
Annexes	
Chronologie des mesures de politique monétaire	254
Glossaire	256

Liste des encadrés, tableaux et graphiques

Encadrés

1 L'incidence sur la volatilité du marché monétaire de la décision du Conseil des gouverneurs de passer à des évaluations mensuelles de l'orientation de la politique monétaire	13
Graphique : Structure par terme de la volatilité des taux d'intérêt	13
2 La progression sensible de la volatilité des marchés boursiers dans la zone euro en 2002	28
Graphique A : Moyenne annuelle de la variation quotidienne en valeur absolue de l'indice Dow Jones EuroStoxx de 1992 à 2002	28
Graphique B : Indice Dow Jones EuroStoxx et volatilité implicite des marchés boursiers de 1998 à 2002 (échelle inversée)	29
3 Les déterminants des taux débiteurs bancaires dans la zone euro	37
Graphique : Écarts de rendement des prêts bancaires et des obligations du secteur privé dans la zone euro	38
4 Les effets de l'introduction des billets et pièces en euros sur les prix à la consommation	43
Graphique A : Prix des restaurants et des cafés	44
Graphique B : Prix des coiffeurs	44
Graphique C : Niveau perçu de l'inflation, anticipations d'inflation et inflation mesurée par l'IPCH global	45
5 Les avancées limitées des réformes structurelles des marchés de biens et services et du travail dans la zone euro	54
6 Les finances publiques et la stabilisation économique	59
7 L'évolution des déséquilibres aux États-Unis	62
Graphique A : Compte de transactions courantes et position extérieure des États-Unis	62
Graphique B : Endettement des ménages	62
Graphique C : Dette des ménages	63

8	Les tendances des activités de fusion et acquisition de 1990 à 2002	69
	Graphique A : Montant total des opérations de fusion et acquisition	69
	Graphique B : Localisation des opérations de fusion et acquisition de la zone euro et des États-Unis	69
	Graphique C : Opérations de fusion et acquisition bilatérales entre la zone euro et les États-Unis	70
	Graphique D : Opérations de fusion et acquisition par secteur de 1997 à 2002	71
	Graphique E : Opérations de fusion et acquisition bilatérales effectuées dans les secteurs de la haute technologie entre la zone euro et les États-Unis	71
9	La consultation publique sur les mesures visant à améliorer l'efficacité du cadre opérationnel de la politique monétaire	78
10	Procédures de consultation engagées en 2002	184
	(a) Consultations émanant des États membres	184
	(b) Consultations émanant des institutions européennes	186
11	La Campagne d'information Euro 2002	191

Tableaux

1	Composantes de M3	17
2	Contreparties de M3	19
3	Répartition sectorielle de l'encours de titres de créance libellés en euros émis par les résidents de la zone euro	22
4	Endettement des agents non financiers de la zone euro	23
5	Prêts des IFM aux ménages et aux sociétés non financières	25
6	Évolution des prix et des coûts dans la zone euro	40
7	Structure de la croissance du PIB en volume dans la zone euro	48
8	Production industrielle de la zone euro	51
9	Évolutions du marché du travail de la zone euro	52
10	Situations budgétaires dans la zone euro	57
11	Indicateurs macroéconomiques pour le Danemark	101
12	Indicateurs macroéconomiques pour la Suède	105
13	Indicateurs macroéconomiques pour le Royaume-Uni	107
14	Taux de croissance en moyenne annuelle du PIB en volume	127
15	Principales données relatives aux pays candidats	128
16	IPCH moyen sur la période	130
17	Stratégies monétaires et de change dans les pays candidats	131
18	Répartition de la production des billets en euros en 2002	143
19	Flux de paiements dans <i>Target</i>	151
20	Pic d'activité de <i>Target</i> en 2002	151

Graphiques

1	Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire	8
2	Croissance de M3 et valeur de référence	15
3	Évolution des <i>money gaps</i> nominal et réel	16
4	Variations de M3 et de ses contreparties	18
5	Encours de titres de créance libellés en euros émis par les résidents de la zone euro	21
6	Endettement des agents non financiers de la zone euro	24
7	Niveau d'endettement rapporté au PIB des agents non financiers de la zone euro	24

8 (a)	Indices des cours des actions dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	26
8 (b)	Volatilité implicite des marchés boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	26
9	Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro et pente de la courbe des rendements du marché monétaire	31
10	Taux d'intérêt des contrats Euribor 3 mois et volatilité implicite des options sur contrats Euribor 3 mois	32
11 (a)	Rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	33
11 (b)	Écart de rendement des emprunts publics à long terme entre les États-Unis et la zone euro	33
12	Taux d'intérêt réel et point mort d'inflation calculé à partir de l'IPCH de la zone euro	34
13	Taux d'intérêt à court terme des banques de dépôts et taux de marché comparable	35
14	Taux d'intérêt à long terme des banques de dépôts et taux de marché comparable	36
15	Ventilation de l'IPCH de la zone euro par sous-composantes	39
16	Ventilation de l'IPCH de la zone euro par composantes	41
17	Ventilation des prix à la production de la zone euro	42
18	Coûts salariaux unitaires, rémunération par tête et productivité du travail dans la zone euro	46
19	Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume dans la zone euro	49
20	Indicateurs de confiance dans la zone euro	50
21	Exportations de biens et production industrielle de la zone euro	50
22	Chômage dans la zone euro	53
23	Taux de change effectif nominal et réel de l'euro	65
24	Solde du compte de transactions courantes et solde des échanges de biens de la zone euro	66
25	Échanges commerciaux extra-zone euro, en volume	66
26	Indices de valeur unitaire des échanges commerciaux extra-zone euro	67
27	Flux nets des investissements directs et de portefeuille de la zone euro	68
28	Facteurs de la liquidité et utilisation des facilités permanentes dans la zone euro en 2002	77
29	Actifs de niveau I éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème	82
30	Utilisation des garanties dans les opérations de crédit de l'Eurosystème	83
31	Indicateurs économiques et financiers relatifs aux pays de l'UE hors zone euro et à la zone euro	102
32	Taux de change bilatéraux des monnaies des pays de l'UE hors zone euro par rapport à l'euro	104
33	Billets en euros en circulation en 2002	141
34	Billets en circulation entre 2000 et 2002	142
35	Évolution des garanties transfrontière en pourcentage du total des garanties fournies à l'Eurosystème	153

Abréviations

Pays

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

Autres

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque(s) centrale(s) nationale(s)
BPM5	Manuel de la balance des paiements du FMI (5 ^e édition)
BRI	Banque des règlements internationaux
CAF	Coût, assurance et fret à la frontière de l'importateur
CTCI Rév. 3	Classification type pour le commerce international (3 ^e version révisée)
CUMIN	Coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière
Cvs	Corrigé des variations saisonnières
Écu	Unité de compte européenne
FAB	Franco à bord à la frontière de l'exportateur
FBCF	Formation brute de capital fixe
FMI	Fonds monétaire international
IFM	Institution(s) financière(s) monétaire(s)
IME	Institut monétaire européen
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Indice des prix à la production
NACE Rév. I	Nomenclature générale des activités économiques
OIT	Organisation internationale du travail
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes nationaux 1995
UE	Union européenne

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.

Légendes des photos du *Rapport annuel 2002*

1	La réception célébrant l'introduction de la monnaie unique, donnée le 18 janvier 2002	6
2	Conférence de presse à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs tenue à Maastricht le 7 février 2002 pour commémorer le dixième anniversaire de la signature du Traité du même nom. Le président Duisenberg annonce qu'il quittera ses fonctions en 2003. L'immeuble du gouvernement de la province du Limbourg (Pays-Bas), où s'est tenue la réunion	74
3	Willem Duisenberg, président de la BCE, reçoit le 9 mai 2002 le Prix international Charlemagne 2002 d'Aix-la-Chapelle décerné à l'euro lors d'une cérémonie à l'hôtel de ville.	90
4	Un groupe de jeunes en visite à la BCE, le 13 mai 2002	98
5	Christian Noyer (à gauche), ancien vice-président de la BCE et Lucas Papademos, nouveau vice-président Réception en l'honneur du vice-président Christian Noyer à l'occasion de son départ, le 28 mai 2002	108
6	L'écrivain néerlandais Harry Mulisch lit un extrait de son dernier ouvrage à l'occasion des Journées néerlandaises de la culture en septembre 2002. Conférence sur l'architecte espagnol Antoni Gaudí lors des Journées espagnoles de la culture en mai 2002	124
7	L'exposition de photographies « The Making of the Euro » dans les locaux du Banco de España à Madrid et à Barcelone, durant l'été 2002	138
8	Inauguration de l'École européenne à Francfort-sur-le-Main, le 5 septembre 2002	148
9	Réunion du Conseil des gouverneurs dans les locaux de l'Eurotower, le 26 septembre 2002	162
10	Le stand de l'Eurosystème au salon des services financiers Sibos 2002, qui s'est déroulé à Genève du 30 septembre au 4 octobre	174
11	La deuxième Conférence des banques centrales organisée par la BCE à Francfort les 24 et 25 octobre 2002	182
12	Le jury du concours international d'architecture organisé en vue de la réalisation du futur siège de la BCE visite le nouveau site de Francfort, sur l'emplacement de la Grossmarkthalle. Le jury se réunit pour la première fois les 30 et 31 octobre 2002.	188
13	L'exposition de photographies de la BCE « The Making of the Euro » au siège de la Banque nationale de Pologne à Varsovie, du 2 décembre 2002 au 15 janvier 2003 Eugenio Domingo Solans, membre du Directoire de la BCE, et Leszek Balcerowicz, président de la Banque nationale de Pologne, inaugurant l'exposition	196
14	L'exposition « Art contemporain du Portugal » à la BCE, le 4 décembre 2002 Vitor Constâncio, gouverneur du Banco de Portugal, et Lucas Papademos, vice-président de la BCE, inaugurant l'exposition	212

Avant-propos



À maints égards, l'année 2002 a marqué une nouvelle étape historique dans le processus d'intégration européenne. Le premier événement majeur a été le succès de l'introduction des billets et pièces en euros, le 1^{er} janvier, dernière phase de la réalisation de l'Union économique et monétaire (UEM). Le passage à l'euro fiduciaire étant une entreprise complexe, ambitieuse et sans précédent, seules la préparation systématique et la coordination de l'ensemble des parties concernées pouvaient permettre un déroulement harmonieux et rapide de l'opération. Il a donc été indispensable d'y associer étroitement, à un stade précoce, le secteur bancaire, les transporteurs de fonds, les commerçants et les sociétés gérant des distributeurs automatiques, de même que les institutions de l'Union européenne, l'Eurosystème et les autorités nationales. Le passage à l'euro fiduciaire a également exigé d'importants efforts sur le plan organisationnel, logistique, technique et économique de la part de tous les agents utilisant et manipulant les billets et pièces. Mais surtout, la réussite du passage à l'euro fiduciaire était tributaire de l'attitude positive de l'ensemble des citoyens et de leur acceptation rapide de la nouvelle monnaie.

Aujourd'hui, les 300 millions de citoyens de la zone euro ont pleinement adopté leur nouvelle monnaie, donnant ainsi corps à l'idée d'une plus grande intégration de l'Europe.

Le deuxième événement marquant de 2002 a été la décision prise en décembre par les chefs d'État et de gouvernement de l'UE d'élargir en 2004 l'Union européenne à dix nouveaux pays, bien que cette décision n'ait pas encore été ratifiée. Cet élargissement revêt une portée historique à trois titres. Premièrement, il marque clairement la fin des clivages de l'après-guerre au sein de l'Europe et revêt ainsi une signification politique profonde. Deuxièmement, cette vague d'élargissement est la plus importante que l'UE ait jamais engagée. Enfin, la plupart des futurs États membres se trouvant encore dans une phase de transition vers l'économie de marché, les disparités sont beaucoup plus grandes que lors des élargissements précédents. Cette situation représente un défi majeur pour les États membres, actuels et futurs.

La rapidité avec laquelle les nouveaux États membres adopteront l'euro, après leur adhésion effective à l'UE, dépendra de la promptitude avec laquelle ils rempliront les critères de convergence requis pour participer à la zone euro. Compte tenu des écarts de développement économique entre ces pays, il est probable qu'ils n'adopteront pas l'euro au même moment. Néanmoins, l'une des priorités essentielles de l'Eurosystème est de disposer, à compter de 2004, des infrastructures techniques et institutionnelles nécessaires au fonctionnement d'un Système européen de banques centrales (SEBC) élargi, selon le calendrier fixé pour l'élargissement de l'UE. Dans le cadre des préparatifs en vue de cet élargissement, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a également émis une recommandation relative à l'adaptation de ses modalités de vote, conformément aux dispositions du traité de Nice. En outre, l'Eurosystème entretient déjà des contacts étroits avec les banques centrales des pays en voie d'accession et

suivra de plus en plus les évolutions économiques, financières, institutionnelles et juridiques dans ces pays. Le présent *Rapport annuel* consacre ainsi un chapitre spécial au processus d'élargissement.

La conduite de la politique monétaire en 2002 a été marquée par la très forte incertitude entourant les perspectives économiques. L'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 2,2 % en moyenne, en léger recul par rapport à 2001 (2,4 %) mais légèrement au-dessus des niveaux compatibles avec la définition de la stabilité des prix arrêtée par la BCE. Le rythme de croissance annuel moyen de l'agrégat monétaire large M3 est passé de quelque 5,5 % en 2001 à plus de 7 %, dépassant ainsi largement la valeur de référence de 4,5 %. Cette évolution résulte de la forte volatilité des marchés financiers et reflète essentiellement la préférence des investisseurs pour les actifs financiers à court terme liquides et peu risqués. Elle s'explique aussi par le niveau relativement bas des taux d'intérêt dans la zone euro en 2002. Cette forte croissance monétaire a entraîné l'accumulation dans la zone euro d'un volume de liquidité supérieur aux besoins de financement d'une croissance non inflationniste soutenable à long terme. Globalement, toutefois, compte tenu de l'atonie relative de l'activité économique et du caractère probablement temporaire d'une partie des réaménagements de portefeuille opérés au profit d'actifs inclus dans M3, les évolutions monétaires constatées en 2002 n'ont pas été considérées comme susceptibles de compromettre la stabilité des prix. La progression relativement modérée des financements en 2002 corrobore cette analyse.

Malheureusement, la croissance économique dans la zone euro a été inférieure aux prévisions en 2002, le PIB en volume affichant une progression relativement faible, mais toujours positive, de 0,8 %, contre 1,4 % en 2001. La morosité économique a prévalu, plusieurs facteurs ayant contribué à un degré d'incertitude particulièrement élevé : les

tensions géopolitiques et leur incidence sur les cours du pétrole et sur la confiance, les évolutions défavorables des marchés boursiers (lesquelles n'ont toutefois pas compromis la stabilité financière dans la zone euro) et la persistance des déséquilibres mondiaux. Dans ce contexte, et compte tenu du raffermissement progressif de l'euro en 2002 et début 2003, les tensions inflationnistes se sont atténuées, en particulier dans la seconde moitié de cette période. Cette évolution a conduit le Conseil des gouverneurs à abaisser les taux directeurs de la BCE de 50 points de base en décembre 2002 et de 25 points de base supplémentaires en mars 2003.

En dépit de la morosité de la conjoncture, le taux d'inflation de la zone euro est demeuré relativement élevé. Toutefois, plusieurs facteurs temporaires ou ponctuels ont entraîné les prix à la hausse : des effets de base, des relèvements de la fiscalité indirecte et des conditions météorologiques défavorables. En outre, la progression des salaires s'est poursuivie en dépit de la montée du chômage, dénotant la persistance de rigidités structurelles sur les marchés du travail.

Il est admis qu'une partie de la hausse des prix observée l'an dernier dans quelques pays de la zone euro était reliée au passage à l'euro fiduciaire. Toutefois, l'incidence effective du basculement sur l'inflation a été nettement inférieure aux perceptions des agents économiques. Les consommateurs ont été généralement plus sensibles aux augmentations de prix de biens et services faisant l'objet d'achats fréquents qu'aux hausses plus modérées, voire aux baisses de prix d'articles qu'ils achètent moins souvent, alors qu'ils représentent une part plus importante du budget des ménages. En outre, des tensions sur les prix, concomitantes mais indépendantes, résultant notamment de mauvaises conditions météorologiques durant l'hiver 2001-2002, ont été reliées à tort au passage à l'euro fiduciaire. L'incidence globale très modeste de ce basculement sur l'inflation devrait être temporaire. En effet, il

est probable que l'introduction de l'euro contribuera à contenir les hausses de prix à moyen terme, étant donné que la nouvelle monnaie a amélioré la transparence des prix entre pays de la zone euro, intensifiant ainsi la concurrence.

Début 2003, les perspectives en matière de stabilité des prix à moyen terme apparaissent assez favorables, sous réserve du maintien de la modération salariale. En outre, l'un des principaux messages de 2002, la nécessaire intensification du rythme des réformes structurelles, reste valable. De fait, une flexibilité accrue des marchés du travail et des biens et services favorise celle des prix (facilitant ainsi la tâche des autorités monétaires) et, de façon plus générale, limite les hausses de prix.

En dépit des circonstances difficiles qui président à l'élaboration de la politique monétaire, la faiblesse des anticipations d'inflation à long terme et le bas niveau actuel des primes de risque sur les marchés obligataires sembleraient refléter la confiance des acteurs économiques dans la capacité de la BCE à maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Étant donné l'incertitude économique ambiante, la stratégie de politique monétaire de la BCE a continué de fournir un cadre de référence très utile, tant pour le Conseil des gouverneurs (pour la prise de décisions de politique monétaire appropriées) que pour les intervenants de marché et les agents économiques (en guidant leurs anticipations relatives aux décisions de politique monétaire).

Les incertitudes entourant les évolutions économiques en 2002 ont souligné l'importance d'un cadre de politique macroéconomique axé sur la stabilité pour guider les agents économiques. Dans le domaine de la politique monétaire, le cadre axé sur la stabilité assigne comme principal objectif à la BCE le maintien de la stabilité des prix, en toute indépendance par rapport à de tierces parties. En matière de politique budgétaire, le traité instituant la Communauté européenne et le Pacte de stabilité et de croissance servent de point

d'ancrage aux anticipations des agents économiques. Ce cadre conceptuel a également été confirmé par la Convention sur l'avenir de l'Europe, qui rédige actuellement un projet de « Traité instituant une Constitution pour l'Europe » en vue de la prochaine Conférence intergouvernementale. L'adoption de ce texte constituerait une étape importante pour l'Europe, et renforcerait encore les structures institutionnelles de l'UEM.

Les évolutions budgétaires dans la zone euro ont été globalement décevantes en 2002. Le déficit budgétaire est passé en moyenne de 1,6 % du PIB en 2001 à 2,2 % en 2002. La plupart des pays n'ont pas respecté les objectifs budgétaires inscrits dans leurs programmes de stabilité. Le Conseil Ecofin a constaté, en novembre 2002 et janvier 2003, respectivement, que le Portugal et l'Allemagne présentaient des déficits excessifs. Il a également adopté, en janvier 2003, une recommandation portant sur une procédure d'avertissement précoce à l'encontre de la France afin de prévenir l'apparition d'une situation de déficit excessif. En 2002, le déficit budgétaire de la France a dépassé la valeur de référence de 3 % du PIB prévue par le Traité.

Contrairement à de fréquentes assertions, le Pacte de stabilité et de croissance n'est pas un corset rigide obligeant les pays à poursuivre des politiques budgétaires procycliques. Au contraire, le Pacte est suffisamment flexible pour permettre aux stabilisateurs automatiques de fonctionner pleinement sous réserve que les pays soient parvenus à une situation budgétaire à moyen terme proche de l'équilibre ou en excédent. Les pays connaissant à présent des difficultés pour remettre de l'ordre dans leurs finances publiques n'avaient pas réduit suffisamment leur déficit budgétaire durant les années précédentes alors que la conjoncture économique était relativement favorable. Les pays ayant effectivement respecté les règles du Pacte de stabilité et de croissance rencontrent aujourd'hui moins de difficultés budgétaires et tirent avantage du bon fonctionnement des stabilisateurs automatiques. Pour remédier aux déséquilibres

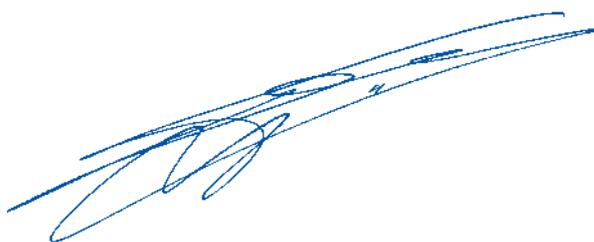
budgétaires actuels, les pays présentant un déficit proche de ou supérieur au seuil des 3 % du PIB doivent mettre en œuvre des mesures d'assainissement propices à la croissance afin de retrouver une situation budgétaire conforme aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance.

Le présent *Rapport annuel* résume les activités de la BCE, de l'Eurosystème et du SEBC en 2002 et fournit une vue d'ensemble des évolutions monétaires, économiques et financières dans la zone euro en 2002 et début 2003. La BCE employait 1 105 personnes à fin 2002, contre 1 043 en 2001. Les effectifs devraient passer à 1 263,5 en 2003, accroissement rendu notamment nécessaire par l'élargissement du SEBC. En 2002, la BCE a conclu avec la ville de Francfort un contrat relatif à l'acquisition d'un site où seront construits ses futurs locaux. Suite à cet accord, elle a lancé un concours international d'architecture pour l'aménagement de ce qui sera, à l'avenir, le siège de la BCE. Une fois les travaux achevés, la BCE sera en mesure de regrouper l'ensemble de son personnel en un seul lieu, ses agents étant actuellement dispersés dans différents locaux en location.

Cet avant-propos d'un *Rapport annuel* de la BCE sera le dernier où j'apposerai ma signature. Je suis très fier d'avoir été le premier président de la BCE et d'avoir eu, durant ces années de lancement, le privilège et l'honneur de superviser la mise en place de la BCE et de l'Eurosystème, et notamment des événements historiques comme le passage à la phase III de l'UEM et l'introduction des billets et pièces en euros. Je souhaite adresser

mes remerciements à l'ensemble de mes collègues du Directoire, du Conseil des gouverneurs et du Conseil général pour leur collaboration fructueuse au cours des cinq dernières années. Je suis également très reconnaissant aux membres du Parlement européen, et en particulier à sa Commission économique et monétaire, au Conseil européen, au Conseil Ecofin et à la Commission européenne. Et je souhaite remercier tout particulièrement les personnels de la BCE et des banques centrales nationales de l'Eurosystème pour leur concours et implication constants, qui ont permis le succès de l'introduction de l'euro et le bon fonctionnement de l'Union monétaire. Je suis extrêmement fier d'avoir eu l'occasion de travailler avec eux à ce projet unique et historique. Mais surtout, je souhaite remercier les citoyens de l'Europe pour avoir fait confiance à l'euro et à son gardien. Je puis vous assurer qu'aujourd'hui comme demain, la BCE s'efforcera de se montrer digne des attentes des citoyens européens et continuera de préserver le pouvoir d'achat de notre monnaie, dans l'intérêt de tous.

Francfort-sur-le-Main, mars 2003



Willem F. Duisenberg



La réception célébrant l'introduction de la monnaie unique, donnée le 18 janvier 2002

Chapitre I

Les évolutions économiques et la politique monétaire

I Vue d'ensemble : les décisions de politique monétaire en 2002

L'environnement dans lequel la politique monétaire s'est inscrite en 2002 a été entouré d'une très grande incertitude. Les signaux concernant les tensions inflationnistes à moyen terme ont parfois été contrastés et changeants. Après le ralentissement de l'activité économique de 2001, qui avait été amplifié par les chocs défavorables sur la confiance liés aux attentats perpétrés aux États-Unis en septembre de la même année, on a assisté, début 2002, à une reprise modérée de la croissance du PIB en volume dans la zone euro. Cependant, à mesure que l'année s'est écoulée, la reprise s'est essouffée, sous l'effet des nouvelles perturbations des marchés de capitaux ainsi que des tensions géopolitiques et de leurs conséquences sur les prix pétroliers et la confiance. Dans l'ensemble, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait s'être établie en rythme annuel à 0,8 % en 2002, après 1,4 % en 2001.

En dépit de l'atonie de la reprise économique, la hausse des prix mesurée par l'IPCH n'a que

modérément ralenti en 2002, passant de 2,4 % en moyenne en 2001 à 2,2 %, soit légèrement au-dessus de la limite imposée par la définition de la stabilité des prix de la BCE. Au premier semestre de l'année, des facteurs temporaires, comme les conditions climatiques défavorables qui ont influencé les prix des produits alimentaires, ont contribué à l'accélération de l'inflation et d'autres éléments, tels que les évolutions monétaires et salariales, ont soulevé des inquiétudes quant au maintien de la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro. Plus tard dans l'année, l'augmentation sensible des prix des produits pétroliers a engendré quelques tensions sur les prix à la consommation, mais d'autres facteurs, liés à l'atonie prolongée de la croissance économique ainsi qu'à l'appréciation sensible de l'euro, ont permis par la suite d'atténuer les risques inflationnistes.

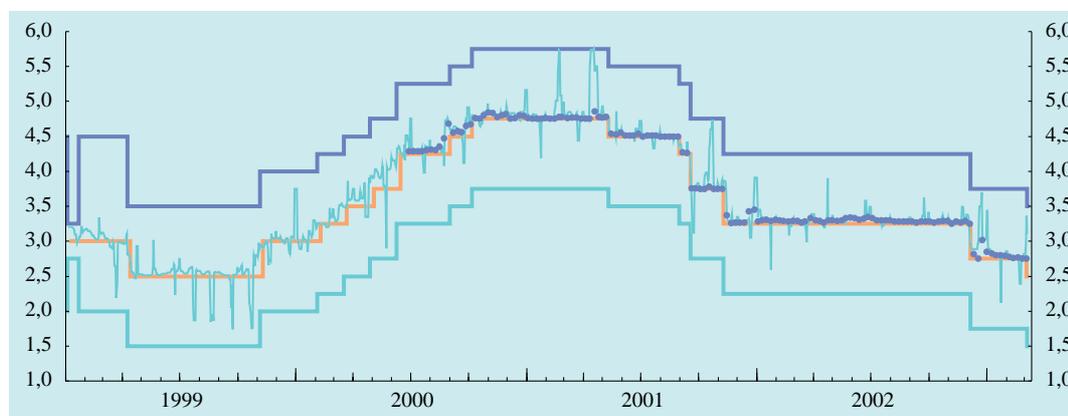
Étant donné ces facteurs contradictoires, le Conseil des gouverneurs a maintenu le taux de soumission minimal appliqué à ses

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 des opérations principales de refinancement/taux de soumission minimal
- Taux au jour le jour (Eonia)
- Taux marginal des opérations principales de refinancement



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.

opérations principales de refinancement inchangé à 3,25 % pendant la majeure partie de 2002. Cependant, au vu de la faiblesse persistante de l'activité économique, dans un contexte de tensions géopolitiques persistantes, et de la nette appréciation de l'euro, le Conseil des gouverneurs, considérant que les tensions inflationnistes avaient diminué, a décidé de réduire les taux directeurs de la BCE de 50 points de base en décembre 2002 et de 25 points de base en mars 2003 (cf. graphique 1).

Les décisions de politique monétaire prises en 2002 et début 2003 doivent également être considérées au regard des réductions importantes des taux directeurs de la BCE décidées par le Conseil des gouverneurs en 2001 (de 150 points de base au total, le taux des opérations principales de refinancement ayant été abaissé à 3,25 % le 8 novembre 2001). En 2001, tout particulièrement après les attentats survenus en septembre, les éléments d'information disponibles indiquaient que le ralentissement de l'activité économique dans la zone euro allait probablement être plus long et plus marqué que prévu, contribuant ainsi à contenir les pressions à la hausse sur les prix. Simultanément, l'incidence des précédents chocs sur les prix, résultant de renchérissements des cours du pétrole, de la dépréciation de l'euro en 1999 et en 2000 et d'augmentations des prix des produits alimentaires début 2001, se dissipait peu à peu. Globalement, ces facteurs laissaient présager un affaiblissement des tensions inflationnistes à moyen terme et, en combinaison avec le ralentissement de l'activité économique, ont été jugés favorables à la modération salariale. Cette évaluation n'a pas été contredite par l'analyse des données monétaires. La croissance de la masse monétaire s'est renforcée au second semestre 2001, en particulier après les attentats, mais cette évolution résultait largement des mouvements de portefeuille des investisseurs privés au détriment des actions et d'autres actifs financiers à long terme et en faveur d'actifs à court terme plus liquides et relativement sûrs inclus dans M3.

En outre, le ralentissement du rythme annuel de croissance des créances sur le secteur privé s'est poursuivi.

Dans les premiers mois de 2002 et s'agissant de l'analyse conduite dans le cadre du premier pilier de la stratégie de politique monétaire de la BCE, la progression de M3 a légèrement fléchi, après les importants mouvements de portefeuille observés à l'automne 2001. Toutefois, cette décélération s'est déroulée à un rythme très lent avant de s'interrompre au deuxième trimestre 2002, lorsque la demande de M1 s'est considérablement amplifiée. Outre la persistance des incertitudes sur les marchés boursiers, le faible coût d'opportunité de la détention de monnaie semble avoir favorisé l'expansion de la masse monétaire au cours de cette période. De même, début 2002, le taux de croissance des prêts au secteur privé a continué de fléchir, même s'il a semblé se stabiliser au deuxième trimestre. Durant cette période, l'excès de liquidité disponible dans la zone euro par rapport aux besoins considérés comme nécessaires pour financer une croissance économique durable et non inflationniste, constituait un motif grandissant d'inquiétude.

S'agissant de l'analyse dans le cadre du second pilier au premier semestre 2002, les informations disponibles en début d'année ont confirmé les précédentes attentes du Conseil des gouverneurs concernant les perspectives économiques de la zone euro. Les éléments d'information apparus au cours des premiers mois de l'année ont commencé à indiquer que le creux de l'activité avait probablement été atteint fin 2001 et qu'une reprise était probable courant 2002. Les incertitudes relatives à l'environnement mondial semblaient s'atténuer quelque peu. Dans la zone euro, la croissance du PIB en volume d'un trimestre à l'autre est devenue positive au premier trimestre de l'année, et les données d'enquêtes ont commencé à montrer qu'un raffermissement de l'activité économique était possible. La perspective d'une reprise économique était étayée par l'absence de déséquilibres macroéconomiques importants dans la zone euro, susceptibles de

nécessiter un long processus d'ajustement. Dans ce contexte, le faible niveau des taux d'intérêt et l'effet positif sur le revenu disponible réel des baisses prévues de l'inflation ont été jugés propres à soutenir la croissance de la demande intérieure.

Les projections établies par les services de l'Eurosystème ainsi que les prévisions d'organismes internationaux et d'institutions privées ont présenté des scénarios globalement similaires au printemps 2002. De l'avis général, la croissance du PIB en volume de la zone euro aurait dû se rapprocher à nouveau de la croissance potentielle plus tard dans l'année et se stabiliser à ce niveau en 2003. La perspective d'une reprise économique relativement bonne allait également dans le sens des anticipations des marchés de capitaux, intégrées dans les rendements obligataires. Malgré ces attentes, la configuration exacte de la reprise économique est demeurée incertaine, notamment dans le contexte du renchérissement sensible des prix pétroliers et des déséquilibres macroéconomiques affectant d'autres régions du monde.

En ce qui concerne la hausse des prix à la consommation, elle s'inscrivait à un niveau relativement élevé en rythme annuel début 2002, à un taux de 2,7 % en janvier. Le taux d'inflation mesurée par l'IPCH a aussi été quelque peu irrégulier début 2002, surtout en raison de facteurs exceptionnels et de courte durée : mauvaises conditions climatiques ayant entraîné une augmentation des prix des produits alimentaires, hausse des impôts indirects et effets de base défavorables résultant des évolutions des prix énergétiques début 2001. L'incidence globale du passage à l'euro fiduciaire sur le niveau des prix a été jugée réduite, malgré une certaine influence à la hausse, en particulier sur les prix de certains services. Les taux de croissance annuels de l'IPCH ont progressivement fléchi à l'issue des deux premiers mois de l'année, surtout en raison d'effets de base. Cependant, ce fléchissement s'est produit à un rythme relativement lent, en raison, partiellement, des augmentations des prix pétroliers qui

s'étaient produites début 2002. Parallèlement, la persistance d'un niveau élevé d'inflation hors composantes les plus volatiles, à savoir l'énergie et les produits alimentaires non transformés, notamment sous l'effet des prix des services, est demeurée un sujet d'inquiétude. Les évolutions salariales n'étaient, en outre, pas rassurantes. Globalement, les évolutions de l'inflation étaient, dès lors, moins favorables que ce qui avait été prévu fin 2001.

Dans ce contexte, au cours des premiers mois de 2002, le Conseil des gouverneurs s'est de plus en plus préoccupé des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme que les évolutions monétaires et salariales ainsi que la hausse persistante des prix des services étaient en mesure d'alimenter. Toutefois, l'appréciation de l'euro qui a débuté au printemps a atténué ces risques. Par ailleurs, l'incertitude qui continuait d'affecter les perspectives économiques était, à l'époque, un élément important de l'évaluation de la politique monétaire. Au vu de certains facteurs témoignant d'un accroissement des pressions inflationnistes, et malgré les incertitudes pesant toujours sur la solidité fondamentale de la croissance économique (susceptibles d'affecter elles aussi fondamentalement les perspectives de stabilité des prix), le Conseil des gouverneurs a estimé que les informations disponibles alors transmettaient des signaux peu concluants sur les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme.

Au second semestre 2002, les inquiétudes portant sur les perspectives économiques se sont renforcées, comme en témoignent les performances négatives des marchés financiers. Les nouveaux reculs sensibles des cours boursiers mondiaux pendant l'été ont amplifié la tendance à la baisse de ces marchés, observée depuis les niveaux records du début 2000. Même si la surévaluation des actions est toujours difficile à estimer avec précision, les reculs de ces marchés constituaient en partie une correction d'excès antérieurs. Ils étaient liés à des facteurs tels que l'accroissement des

incertitudes des marchés concernant la fiabilité des données comptables, le niveau des bénéfices de sociétés, plus faible que prévu, ainsi que la recrudescence des tensions géopolitiques et leurs conséquences sur les prix pétroliers. Les éléments disponibles donnent à penser que malgré l'augmentation sensible des portefeuilles d'actions des ménages de la zone euro depuis la fin des années quatre-vingt-dix, les effets directs des replis des marchés boursiers sur les dépenses de consommation sont généralement moindres dans la zone euro que dans d'autres grandes économies. Cependant, le caractère mondial du repli des marchés a accru la probabilité que l'économie de la zone euro soit touchée par les interdépendances internationales. En outre, les perturbations des marchés ont accru, pour les entreprises, le coût de la levée de fonds sur les marchés boursiers. Ces reculs se sont également accompagnés d'un accroissement des écarts de rendement (*spreads*) pour les émissions obligataires des entreprises de la zone euro, notamment de celles ayant une faible notation. Outre les incertitudes pesant sur les marchés, la persistance de déséquilibres macroéconomiques importants en dehors de la zone euro a continué à peser sur le climat prévalant dans la zone euro et dans le monde en général.

Ces facteurs se sont reflétés dans les indicateurs prospectifs. Après s'être constamment améliorés jusqu'au milieu de 2002, les indicateurs de confiance et les données d'enquêtes ont laissé présager qu'il ne devrait plus y avoir de nouvelle accélération de l'activité économique au cours de l'année. En outre, les tensions géopolitiques se sont renforcées au second semestre 2002, entraînant une forte hausse des prix du pétrole. La reprise économique de la zone euro et de l'économie mondiale semblait dès lors vouée à progresser, au second semestre 2002, plus lentement que prévu au début de l'année. Étant donné ces éléments, et compte tenu d'une évaluation semblable réalisée par des institutions publiques et privées ainsi que par les projections des services de l'Eurosystème, le Conseil des

gouverneurs a progressivement révisé à la baisse ses prévisions de croissance économique pour le reste de l'année et les premiers mois de 2003. Par conséquent, une accélération des taux de croissance du PIB en volume n'était attendue que courant 2003. Les données relatives à l'activité économique, qui ont été publiées au second semestre 2002 et au début 2003, ont confirmé que la croissance économique était en effet demeurée très faible.

Pour ce qui concerne l'évolution des prix, l'IPCH a oscillé autour de 2 % au second semestre de l'année, soit à la limite supérieure correspondant à la définition de la stabilité des prix de la BCE. Par ailleurs, l'IPCH à l'exclusion des composantes les plus volatiles, énergie et produits alimentaires non transformés, est resté relativement élevé, pour s'établir à quelque 2,5 %, en particulier sous l'effet de la dynamique soutenue des prix des services, imputable, au moins partiellement, à la tendance à la hausse des augmentations salariales nominales qui avait persisté jusqu'au début 2002. Dans l'ensemble, le maintien de la hausse des prix à la consommation à ces niveaux donnait à penser que les rigidités structurelles présentes dans la zone euro avaient probablement fait obstacle à l'ajustement adéquat des salaires et des prix dans le contexte d'une croissance économique faible.

Cependant, dans le cadre d'une analyse prospective, il avait été jugé que l'atonie de l'activité économique était un facteur limitant, au bout du compte, les risques éventuels à la hausse pour la stabilité des prix. Même si les risques liés aux évolutions salariales n'avaient pas disparu, il a été considéré que ces risques étaient moins susceptibles de se matérialiser tant que l'environnement n'évoluait pas de façon significative. L'appréciation de l'euro au second semestre 2002 et durant les premiers mois de 2003 a été également considérée comme favorable à la poursuite de la réduction des tensions inflationnistes.

L'évaluation des conséquences des évolutions monétaires pour la stabilité des prix a été moins évidente au second semestre 2002. Si la croissance de la masse monétaire est restée vigoureuse après l'été, les facteurs sur lesquels reposent les tendances monétaires ont dû être évalués avec prudence. D'une part, la vigueur persistante de la croissance de la masse monétaire a dans une large mesure été suscitée par les perturbations des marchés boursiers, qui ont renforcé la préférence des investisseurs pour des actifs liquides et sûrs inclus dans M3. D'autre part, elle a résulté du faible coût d'opportunité lié à la détention de monnaie, le bas niveau des taux d'intérêt de la zone euro ayant eu tendance à favoriser l'expansion monétaire, qui s'est traduite en particulier par une progression sensible de l'agrégat étroit M1. Dans une perspective à long terme, la forte croissance monétaire dans la zone euro est demeurée un sujet d'inquiétude, car la liquidité disponible excédait les seuls besoins nécessaires au financement d'une croissance durable et non inflationniste. Cependant, le Conseil des gouverneurs a considéré que le risque de tensions inflationnistes liées à cet excès de liquidité était faible dans un contexte de croissance économique atone. Cette évaluation était étayée par la modération du taux de croissance annuel des prêts au secteur privé et, plus particulièrement, aux sociétés non financières.

Globalement, reflétant la faiblesse de la croissance économique et l'appréciation de l'euro, les éléments disponibles depuis l'automne 2002 ont progressivement fait état d'un assouplissement des tensions inflationnistes. Même si, en raison des tensions sur les marchés pétroliers, il était difficile de prévoir l'évolution de l'inflation à court terme, cette analyse a permis d'estimer que les perspectives d'un recul de l'inflation en deçà de 2 % courant 2003 et de son maintien à ce niveau compatible avec la stabilité des

prix étaient meilleures. En conséquence, le Conseil des gouverneurs a décidé de réduire les taux directeurs de la BCE de 50 points de base le 5 décembre 2002, puis de 25 points de base le 6 mars 2003. Le taux de soumission minimal sur les opérations principales de refinancement a ainsi été ramené à 2,50 %, niveau historiquement très bas. Ces réductions de taux directeurs de la BCE devraient contrebalancer les différents facteurs exerçant une incidence négative sur l'activité économique, contribuant ainsi au maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

Lors de la réunion du 5 décembre, le Conseil des gouverneurs a également réexaminé la valeur de référence pour la croissance de la masse monétaire, qui joue un rôle important dans le cadre du premier pilier de la stratégie de politique monétaire de la BCE. Il a décidé de ne pas modifier cette valeur, à savoir un taux de croissance annuel de 4,5 % pour l'agrégat large M3. Cette décision a été motivée par le fait que les hypothèses sur lesquelles était fondé le calcul de la valeur de référence depuis décembre 1998 continuaient de se vérifier, notamment celles relatives à la croissance potentielle, comprise entre 2 % et 2,5 % par an, et à la baisse tendancielle de la vitesse de circulation de M3, comprise entre 0,5 % et 1 % par an dans la zone euro. En décembre 2002, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé la nécessité de garder à l'esprit, lorsque l'on compare les évolutions en cours de M3 avec la valeur de référence, que celle-ci est un concept à moyen terme. En effet, l'expérience des deux dernières années donne à penser que les évolutions à court terme de M3 n'ont pas nécessairement d'incidence sur la dynamique des prix, et que les écarts de M3 par rapport à la valeur de référence doivent être analysés en liaison avec d'autres indicateurs réels et financiers, afin de comprendre leurs implications pour la stabilité des prix.

Encadré I

L'incidence sur la volatilité du marché monétaire de la décision du Conseil des gouverneurs de passer à des évaluations mensuelles de l'orientation de la politique monétaire

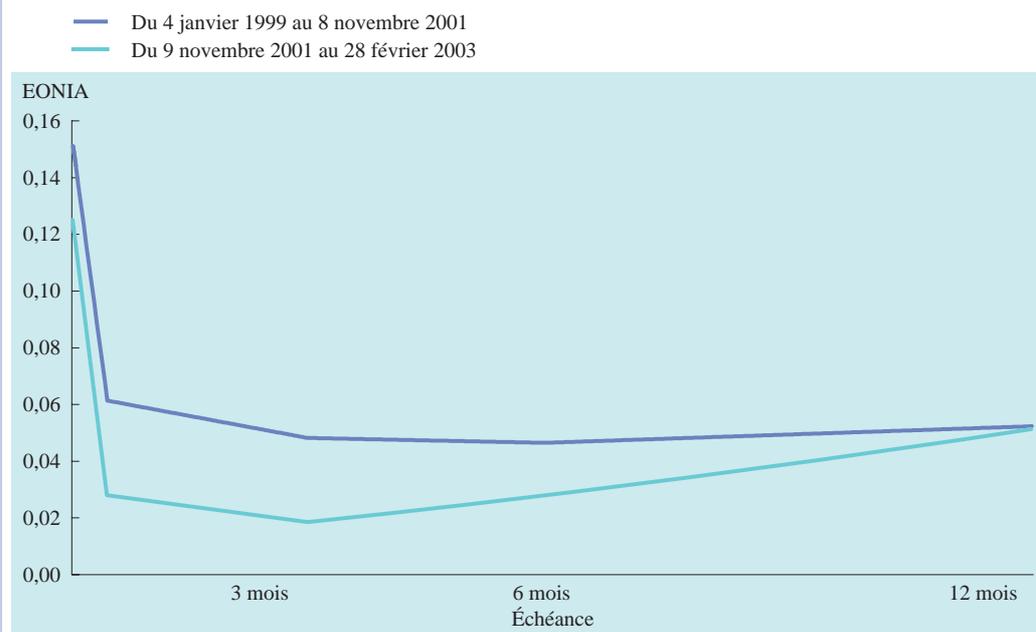
Lors de la réunion du 8 novembre 2001, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé qu'à compter de cette date, il ne procéderait, en principe, à l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire que lors de la première réunion du mois et qu'il ne prendrait normalement de décisions relatives aux taux d'intérêt que lors de cette réunion. L'un des objectifs de cette mesure était de contribuer à une stabilisation des marchés de capitaux. Même si les décisions de politique monétaire de la BCE ont généralement été prévisibles depuis le début de la phase III de l'Union économique et monétaire¹, le moment et l'ampleur de ces décisions ont parfois été entourés d'incertitude. La périodicité élevée des réunions a probablement contribué à cette incertitude. À cet égard, il a été estimé que le passage à des décisions mensuelles de politique monétaire contribuerait aussi à une stabilisation du comportement en matière de soumission des contreparties aux opérations régulières de refinancement. Les marchés ayant moins l'occasion de se focaliser sur les modifications de taux d'intérêt, les incitations à un comportement spéculatif seraient évidemment moins nombreuses et donc, les taux d'intérêt lors des opérations d'appels d'offres de la BCE deviendraient moins volatils.

Dans ce contexte, le présent encadré examine si les taux d'intérêt du marché sont devenus plus stables depuis la modification de la fréquence des réunions de politique monétaire. Cet encadré s'attache aux taux à très court terme du marché monétaire, car ils devraient être les premiers concernés par la baisse de la fréquence des réunions de politique monétaire. Cette analyse n'est toutefois pas aisée, car il est difficile d'isoler cette incidence des autres éléments susceptibles d'affecter la volatilité des taux du marché monétaire, notamment la fréquence des modifications des taux directeurs de la BCE.

1 Pérez-Quirós et Sicilia (2002) Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?, *document de travail de la BCE n° 192*. Cf. également Gaspar, Pérez-Quirós et Sicilia (2001) The ECB monetary policy strategy and the money market, *International Journal of Finance and Economics* 6, 2001, pages 325 à 342

Structure par terme de la volatilité des taux d'intérêt

(écart-type, pour la période indiquée, des variations quotidiennes des niveaux de taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone euro ; en points de pourcentage)



Source : BCE

Note : Interpolation de l'écart-type de l'Eonia et de celui des taux de swap Eonia à deux semaines, trois mois, six mois et douze mois

En principe, on peut s'attendre à ce que la fréquence réduite des réunions de politique monétaire diminue la volatilité des taux du marché monétaire, surtout sur le compartiment à court terme. Simultanément, le passage à des réunions mensuelles de politique monétaire ne devrait guère avoir d'influence sur le segment à long terme de la courbe du marché monétaire, qui tend plutôt à signaler le degré d'incertitude macroéconomique.

Le graphique montre l'évolution de la volatilité des taux d'intérêt du marché monétaire, dont l'échéance va de un jour à un an, entre le 4 janvier 1999 et le 8 novembre 2001 ainsi que depuis le 9 novembre 2001. La volatilité des taux à un an, après le passage aux réunions mensuelles de politique monétaire, est semblable à celle observée au cours de la période précédente. Cet élément montre que l'incertitude globale n'a pas beaucoup varié au cours de la période qui a suivi la décision de passer à des réunions mensuelles de politique monétaire. Cependant, la volatilité des taux d'intérêt à plus court terme a été sensiblement réduite après le changement de fréquence des réunions de politique monétaire. S'il est difficile de tirer des conclusions définitives seulement un an après, le recul de la volatilité peut indiquer que l'incertitude relative au choix du moment où sont prises les décisions de politique monétaire a en effet été atténuée en liaison avec la décision de diminuer la fréquence des réunions de politique monétaire.

2 Les évolutions monétaires et financières

2.1 Les évolutions monétaires

La croissance de M3 est demeurée vigoureuse en 2002

Le taux de croissance annuel moyen de l'agrégat monétaire large M3 est passé de 5,5 % en 2001 à 7,4 % en 2002. Après s'être considérablement renforcée au second semestre 2001, la croissance annuelle de M3 s'est quelque peu modérée au cours des premiers mois de 2002, avant de se stabiliser aux alentours de 7 % (cf. graphique 2). Même si la moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 s'est, elle aussi, inscrite en léger recul dans le courant de 2002, elle a largement été supérieure à la valeur de référence de 4,5 % sur l'ensemble de l'année.

La vive croissance de la masse monétaire observée en 2002 a continué de refléter, dans une large mesure, les évolutions survenues sur les marchés financiers. Comme cela avait également été le cas au second semestre 2001, les investisseurs non-IFM ont affiché une préférence marquée pour les actifs sûrs et liquides, en réaction au repli des cours boursiers et à la forte volatilité régnant sur les marchés. À la suite de la normalisation intervenue sur les marchés boursiers

mondiaux fin 2001 et début 2002, attestée par un léger redressement des cours et une nette diminution de la volatilité implicite des marchés boursiers, la dynamique à court terme de M3 s'est quelque peu atténuée au cours des premiers mois de 2002. Par la suite, cependant, dans un contexte de nouveaux reculs des cours boursiers et d'accroissement de la volatilité, les investisseurs non-IFM ont recommencé à faire montre d'une nette préférence pour les actifs sûrs et liquides. Bien que, durant l'été, des fonds aient été investis à la fois en instruments compris dans M3 et en actifs à revenu fixe à plus long terme, au détriment des actions, il semble que, par la suite, les placements aient à nouveau principalement porté sur des actifs à court terme inclus dans M3, sous l'effet d'un aplatissement de la courbe des rendements et d'une volatilité accrue des marchés obligataires. Conformément à ces évolutions, la dynamique à court terme de M3 s'est considérablement renforcée vers la fin de l'année.

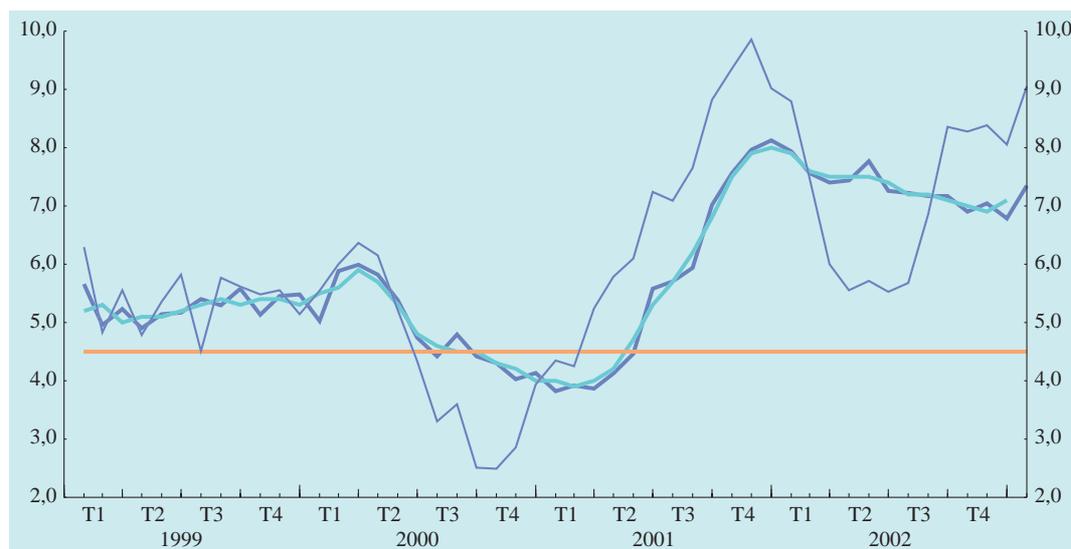
Les réaménagements de portefeuille n'ont toutefois pas été le seul facteur à l'origine de la vigoureuse expansion monétaire en 2002. La croissance de M3 a probablement également été alimentée par le faible niveau des taux d'intérêt à court terme, et donc

Graphique 2

Croissance de M3 et valeur de référence

(corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)

- M3 (taux de croissance annuel)
- M3 (moyenne mobile centrée sur trois mois du taux de croissance annuel)
- Valeur de référence (4,5 %)
- M3 (taux de croissance annualisé sur six mois)



Source : BCE

par les coûts d'opportunité relativement faibles liés, en particulier, à la détention des composantes les plus liquides de M3. Cela se reflète dans la hausse progressive du taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire étroit M1, qui est passé de 5,5 % au quatrième trimestre 2001 à 8,8 % au quatrième trimestre 2002.

Cette longue période de croissance monétaire soutenue a entraîné l'accumulation dans la zone euro d'un volume de liquidité supérieur à ce qui peut être considéré comme nécessaire pour financer une croissance non inflationniste durable. Les indicateurs d'excès de liquidité illustrent cette situation. Dans le graphique 3, l'écart monétaire (*money gap*) nominal est défini comme la différence entre le niveau effectif de M3 et celui qui résulterait d'une croissance monétaire constamment équivalente à la valeur de référence de 4,5 % depuis décembre 1998 (retenu comme période de référence). Par ailleurs, le *money gap* réel correspond à la différence entre l'encours effectif de M3 déflaté de l'IPCH et le niveau de M3 en termes réels

correspondant à une croissance monétaire nominale équivalente à la valeur de référence de 4,5 % et à un niveau d'inflation conforme à la définition de la stabilité des prix retenue par la BCE, en prenant, là encore, décembre 1998 comme référence¹. Après s'être légèrement contractés durant les premiers mois de 2002, les *money gaps* nominal et réel se sont progressivement accrus et, à fin 2002, ils ont atteint leur niveau le plus élevé depuis le début de la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM).

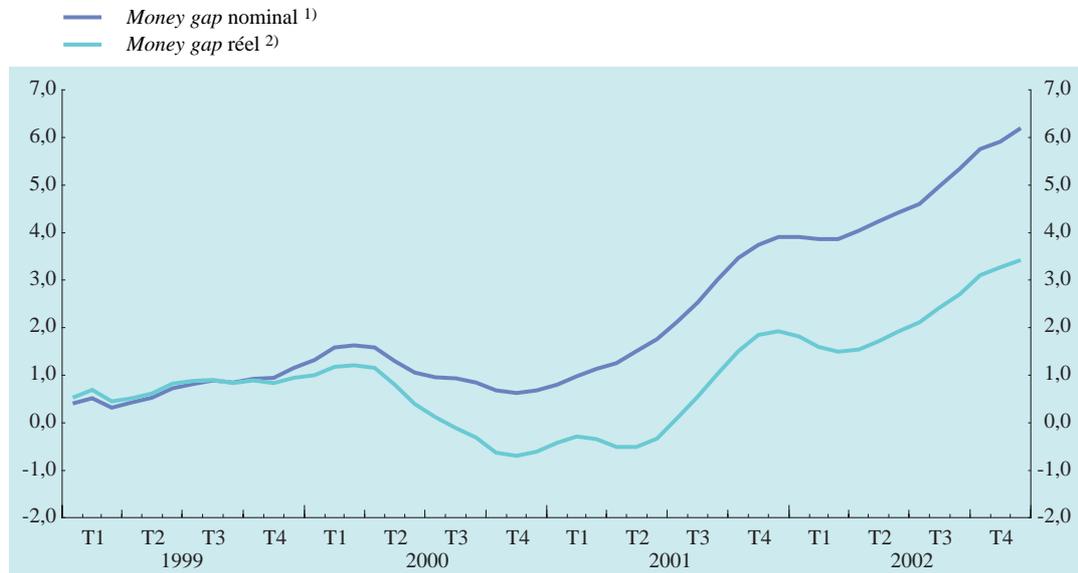
Cette vive dynamique monétaire observée en 2002 découle principalement des évolutions de M1 et des instruments négociables (cf. tableau I). Au sein de M1, le taux de croissance annuel de la circulation fiduciaire s'est fortement redressé. Après que leur niveau eut reculé de près d'un tiers au

¹ Lorsque l'on analyse les *money gaps* nominal et réel, il convient de ne pas perdre de vue que le choix de la période de référence est quelque peu arbitraire. Dès lors, les niveaux de ces indicateurs sont moins instructifs que les variations de ces niveaux (cf. l'article intitulé Le cadre et les instruments d'analyse monétaire publié dans le Bulletin mensuel de la BCE de mai 2001).

Graphique 3

Évolution des *money gaps* nominal et réel

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



Source : BCE

- 1) Écart entre l'encours effectif de M3 et le niveau compatible avec une croissance monétaire correspondant à la valeur de référence, la période de référence étant décembre 1998
- 2) Le money gap nominal moins l'écart des prix à la consommation par rapport au niveau compatible avec la définition de la stabilité des prix, la période de référence étant décembre 1998

cours de la phase précédant le passage à l'euro fiduciaire, en 2001, les encaisses monétaires ont été reconstituées relativement rapidement par les agents économiques en 2002. Ce mouvement traduit essentiellement l'inversion des précédents transferts qui s'étaient opérés au détriment de la monnaie en circulation vers les dépôts à vue et autres dépôts à court terme inclus dans M3, mais également une reprise de la demande de billets en euros par les non-résidents, comme le suggèrent les données de la balance des paiements de la zone euro. En raison de l'inversion des précédents arbitrages défavorables à la monnaie en circulation, le taux de progression annuel des dépôts à vue s'est quelque peu ralenti courant 2002, tout en demeurant relativement élevé. Comme mentionné ci-dessus, il semble que les évolutions au sein de M1 aient, dans l'ensemble, principalement reflété les faibles coûts d'opportunité liés à la détention de billets et pièces et de dépôts à vue. En outre, l'instabilité régnant sur les marchés financiers a probablement contribué à favoriser une

demande accrue d'actifs très liquides, en particulier au cours du second semestre de l'année.

En revanche, le taux de progression annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue est revenu de 5,9 % au dernier trimestre de 2001 à 4,9 % au cours de la période correspondante de 2002. Ce recul s'explique essentiellement par les évolutions des dépôts à court terme (c'est-à-dire les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans), qui ont été compensées en partie par une accélération du taux de progression annuel des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois). Le niveau relativement faible du différentiel de taux d'intérêt offert par les banques à leur clientèle sur ces deux types de dépôts à court terme semble avoir rendu la détention de dépôts d'épargne à court terme relativement attractive. Le repli du taux de croissance annuel de l'ensemble des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue pourrait

Tableau I**Composantes de M3***(variations annuelles en pourcentage ; moyennes annuelles et trimestrielles)*

	2001	2002	2001 T4	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4	2003 Janv.
<i>Données corrigées des effets saisonniers et de calendrier</i>								
M1	3,6	7,3	5,5	6,2	6,6	7,6	8,8	9,8
<i>dont</i> : billets et pièces en circulation	-7,6	-11,8	-18,6	-28,0	-19,9	-7,7	12,9	34,6
<i>dont</i> : dépôts à vue	5,9	10,7	10,4	13,0	11,7	10,3	8,2	6,6
M2 – M1 (= autres dépôts à court terme)	4,8	5,9	5,9	6,7	6,4	5,5	4,9	4,0
M2	4,2	6,5	5,7	6,5	6,5	6,5	6,7	6,7
M3 – M2 (= instruments négociables)	14,2	12,3	20,6	15,9	14,0	11,6	8,4	11,0
M3	5,5	7,4	7,7	7,8	7,5	7,2	7,0	7,4
<i>Données non corrigées des effets saisonniers et de calendrier</i>								
Billets et pièces en circulation	-7,7	-11,6	-18,4	-27,9	-19,7	-7,7	12,9	35,2
Dépôts à vue	5,9	10,8	10,1	13,0	11,7	10,4	8,3	6,1
Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans	11,9	2,3	7,3	3,6	2,9	1,4	1,3	0,6
Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois	-0,5	8,8	5,0	9,1	9,4	8,9	7,7	6,9
Pensions	18,6	3,0	19,5	4,6	2,3	2,9	2,3	11,9
Titres d'OPCVM monétaires	13,9	23,6	25,5	29,5	25,1	22,4	18,6	17,2
Titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans ¹⁾	9,3	-2,2	11,5	1,6	3,9	-4,3	-9,2	-8,3

Source : BCE

1) Y compris les instruments du marché monétaire.

aussi s'expliquer en partie par une reconstitution des encaisses monétaires à la suite du passage à l'euro fiduciaire.

Même s'il a reculé au cours de 2002, le taux d'accroissement annuel des instruments négociables est demeuré relativement élevé, s'établissant à 8,4 % au dernier trimestre. En outre, la dynamique de court terme s'est renforcée au second semestre de l'année, ce qui tendait à dénoter l'existence de nouveaux réaménagements de portefeuille au profit d'instruments inclus dans M3 dans le contexte des lourdes incertitudes pesant sur les marchés financiers. Parmi les instruments négociables, la progression des titres d'OPCVM monétaires a été particulièrement vive en 2002. Ces instruments servent généralement à placer temporairement des fonds en périodes de perturbations sur les marchés.

La croissance monétaire est également restée soutenue en janvier 2003, en raison de la poursuite du mouvement de réaménagement

des portefeuilles et du bas niveau des taux d'intérêt à court terme. La moyenne sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 est passée à 7,1 % entre novembre 2002 et janvier 2003, contre 6,9 % au cours de la période allant d'octobre à décembre 2002.

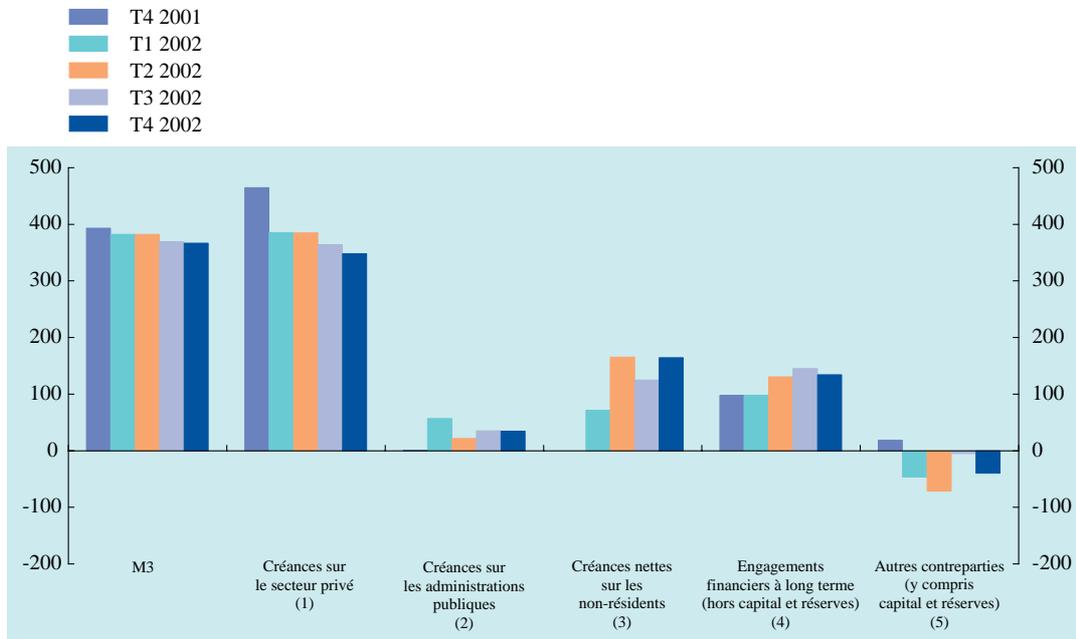
Le ralentissement de la croissance des créances sur le secteur privé s'est poursuivi

Le graphique 4 fournit une vue d'ensemble des évolutions de M3 et de ses contreparties dans le bilan consolidé des IFM en 2002. Dans l'ensemble, la croissance soutenue de M3 est allée de pair avec un ralentissement de la progression de l'ensemble des financements octroyés par les IFM aux résidents de la zone euro, une accélération de la hausse des engagements financiers à long terme des IFM (à l'exclusion du capital et des réserves) et une augmentation de la position créditrice nette du secteur des IFM de la zone euro.

Graphique 4

Variations de M3 et de ses contreparties

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



Source : BCE

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

Si l'on examine ces évolutions plus en détail, s'agissant du crédit, la progression annuelle moyenne de l'ensemble des crédits octroyés par les IFM aux résidents de la zone euro est revenue de 5,4 % en 2001 à 4,5 % en 2002. Ce ralentissement s'explique par le net repli du taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé, tandis que le taux de croissance annuel des créances sur les administrations publiques est redevenu positif en 2002 (cf. tableau 2).

La baisse du taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé résulte des évolutions des prêts des IFM, dont la progression annuelle est revenue de 6,5 % au dernier trimestre 2001 à 4,8 % durant la période correspondante de 2002. S'agissant des évolutions sectorielles, le taux de croissance annuel des prêts des IFM aux sociétés non financières s'est inscrit en net recul, en partie sous l'effet du ralentissement des activités de fusions et acquisitions, alors que celui des prêts aux ménages augmentait légèrement. (Pour plus de détails sur l'évolution des prêts par secteurs, se reporter

à la sous-section relative aux évolutions de l'endettement des agents non financiers de la zone euro de la section 2.2.)

Dans l'ensemble, en 2002, le taux de progression annuel moyen des prêts au secteur privé, en termes réels, a été quelque peu inférieur à sa moyenne de long terme depuis 1980. La dynamique des prêts n'a toutefois pas semblé particulièrement faible compte tenu du contexte d'atonie de la croissance et des fortes incertitudes entourant l'activité économique. C'est la raison pour laquelle les données relatives à la progression des prêts n'ont apparemment pas fait état d'importantes contraintes de financement dans la zone euro. Cela étant, on ne peut exclure que, dans certains pays, les IFM aient adopté une attitude plus prudente en matière d'octroi de prêts vis-à-vis de certains secteurs de l'économie.

Enfin, l'augmentation de la croissance des créances sur les administrations publiques a reflété les besoins de financement accrus des administrations publiques de la zone euro, en

Tableau 2**Contreparties de M3**

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

	2001	2002	2001 T4	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4	2003 Janv.
Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves)	3,0	4,4	2,9	3,1	4,0	5,1	5,2	5,7
Dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans	-0,2	1,4	-0,2	0,2	0,9	1,9	2,6	2,6
Dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois	3,8	-11,2	-5,7	-11,5	-13,2	-11,1	-9,0	-5,3
Titres de créance d'une durée initiale supérieure à deux ans	5,4	7,8	5,9	6,5	7,7	8,8	8,1	8,7
Créances sur les résidents de la zone euro	5,4	4,5	5,2	5,1	4,5	4,2	4,1	4,2
Créances sur les administrations publiques	-4,0	1,6	-0,7	1,7	1,8	1,1	1,9	1,8
Titres autres que des actions	-6,2	3,5	-0,7	3,5	3,8	2,5	4,1	3,5
Prêts	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-0,8
Créances sur les autres résidents de la zone euro	8,3	5,3	6,9	6,1	5,2	5,0	4,8	4,8
Titres autres que des actions	22,6	12,5	23,8	22,3	14,8	7,5	6,9	9,1
Actions et autres titres de participations	7,2	0,7	3,2	2,1	-3,5	1,0	3,3	0,4
Prêts	7,8	5,3	6,5	5,7	5,6	5,3	4,8	5,0

Source : BCE

partie en raison de la diminution des recettes fiscales dans un contexte de croissance économique modeste.

S'agissant des autres contreparties de M3, le taux de progression annuel des engagements financiers à long terme des IFM (à l'exclusion du capital et des réserves) s'est sensiblement accru au cours des trois premiers trimestres de 2002. Au départ, et jusqu'au printemps 2002, cette évolution a pu être le reflet de l'accentuation de la pente de la courbe des rendements, mais par la suite, elle a également traduit le regain d'incertitude sur les marchés boursiers mondiaux. Au dernier trimestre 2002, le taux de progression annuel des engagements financiers à long terme des IFM (à l'exclusion du capital et des réserves) est demeuré globalement stable, ce qui semble indiquer que l'incidence des évolutions sur les marchés boursiers a été compensée par les effets du repli des taux d'intérêt à long terme ainsi que, éventuellement, par une hausse de la volatilité des marchés obligataires.

Enfin, les flux sur douze mois des créances nettes du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents ont continué d'augmenter fortement courant 2002. Au

cours de la période de douze mois se terminant en décembre 2002, la position créditrice nette des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents s'est accrue de 164 milliards d'euros, alors qu'elle était demeurée globalement stable au cours de la période de douze mois se terminant en décembre 2001. Cette sensible amélioration de la position créditrice nette des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents a traduit à la fois une augmentation substantielle de l'excédent des transactions courantes de la zone euro et d'importantes entrées nettes dans la zone euro, enregistrées au titre des investissements directs et de portefeuille. Ces dernières étaient liées, entre autres, à la faiblesse des investissements de portefeuille en actions et titres de créance étrangers réalisés par les résidents de la zone euro.

En définitive, la croissance annuelle de M3 est demeurée soutenue en 2002, ce qui s'est traduit par l'accumulation d'un volume de liquidité supérieur à ce qui pouvait être considéré comme nécessaire au financement d'une croissance non inflationniste durable dans la zone euro. Alors que, durant les premiers mois de 2002, certains indices faisaient état d'une légère modération

de la croissance de la masse monétaire, liée à une lente inversion des précédents réaménagements de portefeuille, ces évolutions ne se sont pas confirmées par la suite. Au contraire, de nouveaux réaménagements de portefeuille ont abouti ultérieurement à une accentuation de l'excès de liquidité. Cet important excès de liquidité a été considéré comme un risque potentiel pour la stabilité des prix à moyen terme s'il n'était pas finalement corrigé. Toutefois, compte tenu de l'atonie de la croissance économique en 2002, le risque que l'excès de liquidité accumulé se traduise par des tensions inflationnistes a été considéré comme faible, point de vue qui a dominé en particulier au second semestre 2002. La modération continue de la progression annuelle des prêts octroyés au secteur privé a corroboré cette analyse.

2.2 Les marchés de capitaux

La progression des émissions de titres de créance s'est ralentie

En 2002, le marché des titres de créance émis par les résidents de la zone euro a continué de progresser, bien qu'à un rythme légèrement plus faible qu'en 2001. L'encours de titres de créance s'est accru de 6,4 % entre fin 2001 et fin 2002, contre 7,1 % en 2001. La croissance annuelle de l'encours de titres à court terme est passée de 4,1 % à fin 2001 à 12,0 % à fin 2002 ; elle était retombée à 0,2 % en avril avant de repartir à la hausse dans les derniers mois de l'année. Parallèlement, le taux de progression annuel de l'encours de titres de créance à long terme a diminué, revenant de 7,4 % en 2001 à 5,8 % en 2002.

L'activité d'émission en 2002 a été contrastée : diminution dans le secteur privé et augmentation dans le secteur des administrations publiques ; cette situation reflétait, entre autres, des différences en matière de besoins de financement de ces secteurs en période de faible croissance économique.

La croissance annuelle de l'encours total de titres de créance émis par les administrations publiques est passée de 3,4 % à fin 2001 à 5,0 % à fin 2002, les administrations centrales comme les autres administrations publiques ayant accéléré le rythme de leur activité d'émission (cf. graphique 5). L'encours de titres de créance des autres administrations publiques, qui comprend essentiellement les administrations locales et régionales, s'est accru de 27,4 % en 2002, contre 24,0 % à fin 2001, sous l'effet d'évolutions budgétaires moins favorables et de l'augmentation des besoins de financement qui en a découlé pour ces administrations.

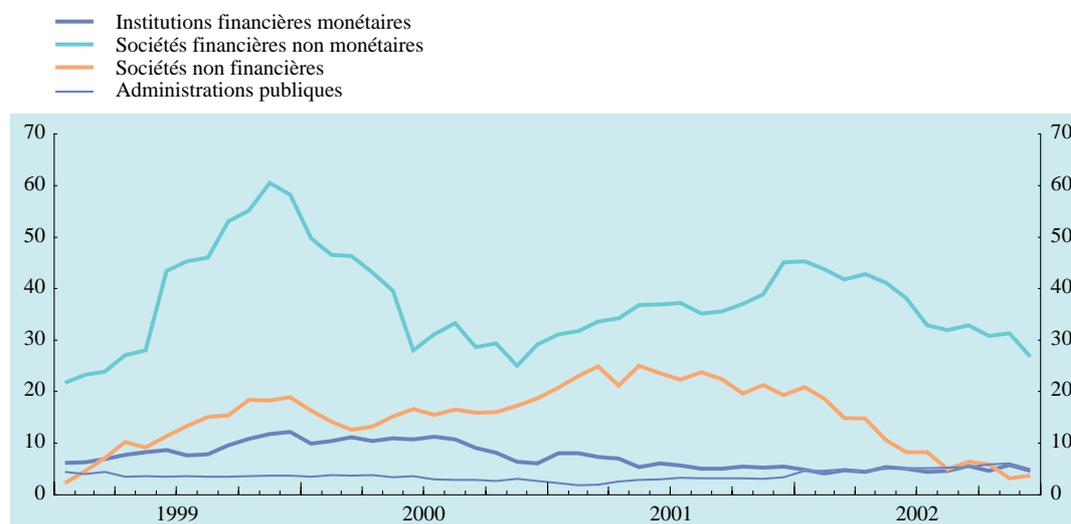
S'agissant du secteur privé, la progression annuelle de l'encours total de titres de créance émis par des IFM s'est légèrement ralentie, revenant de 5,5 % à fin 2001 à 4,6 % à fin 2002. Ce recul de l'activité d'émission est peut-être imputable aux moindres besoins de financement des IFM, en raison de la faiblesse de la demande de prêts du secteur privé non financier dans un contexte de stagnation de l'activité économique, tandis que les flux de dépôts auprès des IFM se maintenaient à un rythme soutenu.

S'agissant du secteur privé hors IFM, le taux d'accroissement annuel de l'encours des titres de créance libellés en euros émis par des sociétés non financières a sensiblement reculé, revenant de 19,3 % à fin 2001 à 3,7 % à fin 2002. L'encours de titres de créance émis par des sociétés financières non monétaires s'est accru de 26,8 % en 2002, contre 45,1 % à fin 2001. La progression vigoureuse et continue du rythme de l'activité d'émission dans ce secteur peut avoir reflété, en partie, le remplacement des émissions directes du secteur des sociétés non financières par des émissions indirectes effectuées par l'intermédiaire de fonds communs de créances (FCC) classés dans le secteur des sociétés financières non monétaires. L'augmentation de l'activité d'émission au travers de ce canal peut s'expliquer par le fait que cette source de financements structurés bénéficie généralement de notations élevées. Néanmoins, l'encours de titres de créance

Graphique 5

Encours de titres de créance libellés en euros émis par les résidents de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

émis par le secteur privé hors IFM a progressé à un rythme globalement plus lent, en raison de la réduction des besoins en fonds de roulement et des préoccupations croissantes des investisseurs face au risque de crédit. Ce dernier aspect s'est traduit par une détérioration des conditions de financement des sociétés : les écarts de rendement des obligations des sociétés du secteur privé les moins bien notées se sont considérablement accrus, atteignant des niveaux relativement élevés en 2002 par rapport aux années antérieures. Durant l'année, les abaissements de notations de sociétés ont également eu tendance à augmenter. Cela signifie que les coûts de financement sur les marchés des obligations de sociétés ont augmenté, dans une mesure supérieure à l'élargissement des écarts de rendement, pour les entreprises dont la notation avait baissé, devenues des « anges déchus » après avoir été déclassées dans la catégorie des signatures à risque.

Même si la hausse annuelle de l'encours des titres de créance libellés en euros s'est fortement ralentie, les conditions de financement des entreprises ne se sont pas gravement détériorées. L'activité d'émission de titres de créance est demeurée assez

soutenue. En outre, les coûts de financement globaux des titres de créance des sociétés classées parmi les bonnes signatures se sont réduits, l'élargissement des écarts de rendement par rapport aux emprunts publics ayant été largement compensé par les baisses des rendements des emprunts publics à long terme (cf. graphique 11 (a)). Dans l'ensemble, le marché des obligations de sociétés libellées en euros a affiché un haut degré de résistance.

C'est un recul notable de la croissance de l'encours des titres de créance à court terme qui est à l'origine de la faible activité d'émission du secteur privé. Compte tenu de la révision à la baisse de la notation de nombreuses sociétés, évoquée ci-dessus, certains émetteurs ont considéré que les conditions de marché étaient plus favorables à l'émission de titres à long terme que de titres à court terme, dans la mesure où certains investisseurs délaisseraient les titres à court terme ne bénéficiant pas d'une notation suffisante.

En dépit de la diminution des taux de croissance, la part de l'encours des titres de créance émis par des sociétés financières non monétaires et par des sociétés non

financières dans le total des émissions effectuées par les résidents a légèrement augmenté, passant de 11,6 % à fin 2001 à 12,5 % à fin 2002 (cf. tableau 3). Reflétant cette légère modification, les parts des secteurs des IFM et des administrations publiques dans l'encours de titres de créance libellés en euros sont, elles aussi, demeurées globalement inchangées à, respectivement, 36,1 % et 51,4 % à fin 2002. Tant en termes d'encours qu'en flux globaux, l'ensemble constitué par ces deux secteurs a continué de dominer le marché des titres de créance libellés en euros.

La part des émissions brutes de titres de créance libellés en euros par les résidents de la zone euro en pourcentage du total de leurs émissions brutes, toutes devises confondues, s'est stabilisée aux alentours de 93 % en 2002. De même, la progression annuelle des titres de créance non libellés en euros émis par les résidents de la zone euro est demeurée globalement stable, à 11,3 %, en 2002. Depuis le début de la phase III de l'UEM, l'augmentation de l'émission de titres de créance libellés en devises par les résidents de la zone euro a été systématiquement supérieure à celle de titres en euros. Cette évolution est peut-être liée à l'internationalisation croissante des marchés

de capitaux, qui a encore favorisé la diversification en devises pratiquée par les émetteurs de titres de créance de la zone euro (cf. l'encadré 2 intitulé *Récentes améliorations dans le domaine des statistiques relatives aux émissions de titres* publié à la page 15 du *Bulletin mensuel* de la BCE de janvier 2003). L'euro a également conservé son attrait aux yeux des émetteurs internationaux. Le taux de progression annuel de l'encours de titres de créance libellés en euros émis par des non-résidents de la zone euro a avoisiné 12,9 % en 2002, contre 17,5 % à fin 2001.

Les évolutions de l'endettement des agents non financiers de la zone euro ont été divergentes

Conformément aux évolutions observées pour les prêts des IFM et les émissions de titres de créance, le taux de croissance annuel du financement par endettement des agents non financiers de la zone euro s'est replié en 2002, revenant aux alentours de 4,25 % au quatrième trimestre, contre 5,4 % au dernier trimestre 2001 (cf. tableau 4). Ce ralentissement traduit un recul continu de la progression annuelle de l'endettement des sociétés non financières, alors que les taux de progression annuels de l'endettement des ménages et des administrations publiques se sont quelque peu accrus par rapport au dernier trimestre 2001 (cf. graphique 6).

Après une période prolongée de recul entre le troisième trimestre 1999 et le premier trimestre 2002, le taux de croissance annuel de l'endettement des ménages s'est légèrement accru, atteignant environ 6 % au quatrième trimestre 2002. En particulier, l'endettement à long terme des ménages (c'est-à-dire dont l'échéance initiale est supérieure à un an) a continué de croître à un rythme soutenu, reflétant dans une large mesure la vive progression des prêts au logement accordés par les IFM de la zone euro (cf. tableau 5). Ce mouvement a, pour sa part, été alimenté par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt

Tableau 3

Répartition sectorielle de l'encours de titres de créance libellés en euros émis par les résidents de la zone euro

(données en pourcentage ; fin de période)

	1998	1999	2000	2001	2002
IFM	35,8	37,0	37,4	36,5	36,1
Secteur des non-IFM	7,1	8,5	9,7	11,6	12,5
<i>Sociétés financières non monétaires</i>	2,3	3,3	4,0	5,3	6,3
<i>Sociétés non financières</i>	4,8	5,2	5,7	6,3	6,2
Administrations publiques	57,1	54,5	52,9	51,9	51,4
<i>Administrations centrales</i>	55,4	52,9	51,2	50,0	49,1
<i>Autres administrations publiques</i>	1,7	1,6	1,7	1,9	2,3

Source : BCE

Notes : À compter de janvier 2001, les données de la zone euro incluent la Grèce.

Tableau 4**Endettement des agents non financiers de la zone euro ¹⁾**

	Encours en pourcentage des financements (du secteur) ²⁾	Taux de croissance annuels (en fin de période) ³⁾						
		1999	2000	2001	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4 ⁴⁾
Total	100	6,3	7,2	5,4	5,4	5,1	4,7	4 ¼
dont : endettement à court terme	17,8	5,3	11,0	5,4	3,0	1,6	0,8	1 ½
dont : endettement à long terme	82,2	6,6	6,4	5,4	5,9	5,9	5,6	5
Ménages ⁵⁾	27,1	10,7	7,4	5,7	5,7	5,9	6,1	6
dont : endettement à court terme	8,1	9,0	6,3	-0,7	-0,6	1,1	1,2	2 ¼
dont : endettement à long terme	91,9	10,8	7,5	6,3	6,3	6,4	6,6	6 ¼
Sociétés non financières	33,3	8,6	14,3	8,3	6,4	5,6	4,2	3 ¾
dont : endettement à court terme	30,6	10,9	20,2	5,0	1,0	-2,9	-3,4	-2 ¼
dont : endettement à long terme	69,4	7,6	11,7	9,9	9,2	10,0	8,0	6 ¾
Administrations publiques	39,6	2,3	1,8	2,9	4,3	4,0	4,2	3 ½
dont : endettement à court terme	13,8	-4,6	-2,8	9,2	8,9	11,6	9,7	9
dont : endettement à long terme	86,2	3,4	2,5	2,0	3,6	2,8	3,3	2 ¾

Source : BCE

Note : Les données trimestrielles relatives aux financements des agents non financiers de la zone euro couvrent la plupart des catégories de passifs définies dans le SEC 95. Les produits financiers dérivés, les crédits octroyés par les administrations publiques et les sociétés non financières, les actions non cotées, les autres participations et autres comptes à payer ne figurent pas encore dans ces tableaux. Il en est de même des crédits accordés par des banques à l'étranger. Pour de plus amples détails, se reporter aux notes de bas de page du tableau 6.1 de la partie Statistiques de la zone euro du Bulletin mensuel de la BCE

- 1) L'endettement recouvre les crédits, les titres de créance émis, les réserves de fonds de pension des sociétés non financières et les engagements sous forme de dépôts de l'administration centrale. L'endettement à court terme, d'une durée initiale inférieure ou égale à un an, recouvre les crédits à court terme, les émissions de titres de créance à court terme et les engagements sous forme de dépôts de l'administration centrale.
- 2) À la fin du troisième trimestre 2002. Endettement total à court terme et à long terme et ventilation sectorielle en pourcentage des financements. Endettement à court terme et à long terme du secteur en pourcentage des financements du secteur. En raison des écarts d'arrondis, la somme des composantes peut ne pas être égale à 100.
- 3) Les taux de croissance annuels sont obtenus en rapportant au stock initial le montant cumulé des financements au cours des quatre derniers trimestres.
- 4) Pour le dernier trimestre, les données ont été estimées à partir des opérations recensées dans les statistiques monétaires et bancaires et les statistiques sur les émissions de titres.
- 5) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages

hypothécaires et par la poursuite de fortes hausses des prix de l'immobilier dans certains pays de la zone euro. Compte tenu de la croissance vigoureuse de l'endettement total des ménages, leur niveau d'endettement par rapport au PIB a légèrement progressé en 2002, atteignant quelque 51 % au dernier trimestre de l'année (cf. graphique 7).

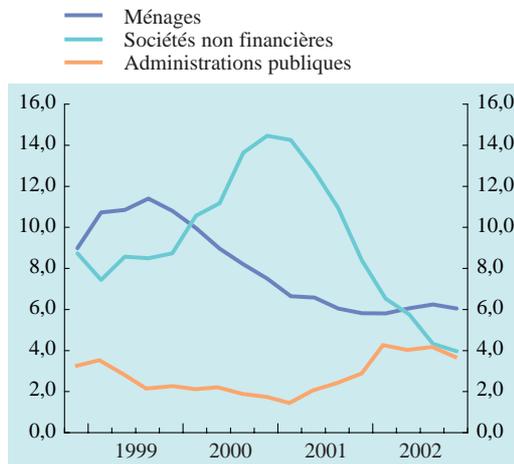
Le taux de progression annuel de l'endettement des sociétés non financières est revenu de 8,3 % au quatrième trimestre 2001 à un peu moins de 4 % au quatrième trimestre 2002. Au premier semestre 2002, ce recul a essentiellement traduit un vif repli du taux de variation annuel de l'endettement à court terme (c'est-à-dire dont l'échéance initiale est inférieure ou égale à un an). En particulier, les

sociétés non financières ont réduit leurs emprunts à court terme auprès des IFM de la zone euro, qui représentent environ les trois quarts de l'encours de leur dette à court terme. Le taux de croissance annuel de l'endettement à long terme des sociétés non financières est demeuré assez soutenu au cours de cette période. En revanche, au second semestre 2002, le taux de croissance annuel de l'endettement à long terme des sociétés non financières a également fléchi, revenant à 6,75 % environ au dernier trimestre 2002, contre 10,0 % au deuxième. Ce recul est le résultat d'évolutions similaires au niveau tant des prêts à long terme que de l'émission de titres de créance à long terme. Au total, le ratio d'endettement des sociétés non financières par rapport au

Graphique 6

Endettement des agents non financiers de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Note : Pour plus d'informations, se reporter au tableau 4

PIB s'est globalement stabilisé à un niveau légèrement supérieur à 62 % en 2002 (cf. graphique 7).

La progression plus modérée de l'endettement des sociétés non financières a reflété le net ralentissement des activités de fusions et acquisitions et la réduction de l'investissement productif dans un contexte de morosité de la demande globale et de faiblesse des bénéfices des entreprises. En outre, les sociétés non financières ont pu ressentir la nécessité d'équilibrer leur structure de bilan et de réduire leur niveau d'endettement. Enfin, on ne peut exclure que, dans certains pays de la zone euro, les IFM aient adopté une attitude un peu plus prudente dans leur politique d'octroi de prêts à la suite de la baisse de la rentabilité des sociétés et de la diminution de la valeur des actifs financiers des sociétés non financières.

Le taux de croissance annuel de l'endettement des administrations publiques a fluctué autour de 4 % en 2002, après avoir atteint un niveau de 2,9 % au dernier trimestre 2001. Cette évolution traduit l'accroissement des besoins de financement du budget dans un contexte d'atonie persistante de la croissance économique dans

la zone euro. Le taux de progression annuel des emprunts à court terme des administrations publiques est resté élevé, même s'il s'est légèrement modéré au second semestre 2002, tandis que le taux de croissance annuel de l'endettement à long terme fluctuait autour de 3 % seulement. Cela peut indiquer que les autorités ont profité du faible niveau des taux d'intérêt à court terme pour satisfaire leurs besoins de financement supplémentaires.

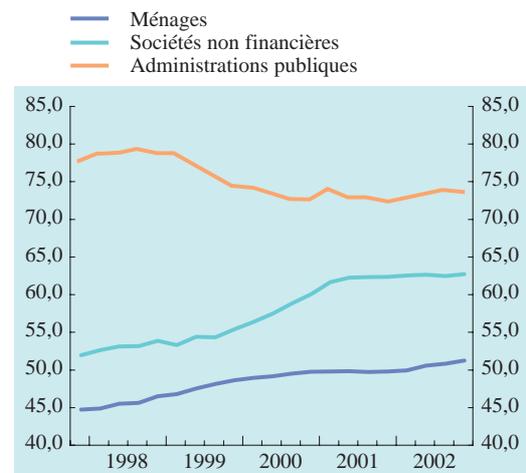
Les cours des actions ont poursuivi leur repli en 2002 dans un contexte d'incertitudes élevées

Poursuivant le mouvement de correction amorcé en mars 2000, les cours boursiers mondiaux ont reculé en 2002 pour la troisième année consécutive. À fin 2002, les cours des actions étaient revenus à des niveaux observés pour la dernière fois après la crise financière de l'automne 1998 (cf. graphique 8 (a)). La baisse des cours boursiers s'est accompagnée d'un niveau

Graphique 7

Niveau d'endettement rapporté au PIB des agents non financiers de la zone euro

(en pourcentage)



Source : BCE

Note : Pour plus d'informations, se reporter au tableau 4. Le niveau d'endettement rapporté au PIB calculé à partir des comptes financiers trimestriels est légèrement plus faible que celui calculé à partir des comptes financiers annuels : cela est principalement dû au fait que les concours accordés par les agents non financiers et les banques hors zone euro ne sont pas inclus.

Tableau 5**Prêts des IFM aux ménages et aux sociétés non financières***(en fin de période ; données non corrigées des effets saisonniers et de calendrier)*

	Encours en pourcentage du total ¹⁾	Taux de croissance annuels						
		1999	2000	2001	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4
Ménages ²⁾	52,5	10,7	7,4	5,2	5,4	5,7	5,9	5,8
Crédits à la consommation ³⁾	15,8	7,5	7,8	3,0	3,7	3,0	3,2	3,7
Prêts au logement ³⁾	66,4	12,2	8,5	6,9	7,3	7,8	7,8	7,6
Autres prêts	17,8	8,8	3,6	1,7	0,4	0,9	1,7	1,5
Sociétés non financières	47,5	6,9	10,9	6,2	5,0	4,4	3,5	3,5
≤ 1 an	33,2	5,9	12,8	2,1	-1,6	-3,1	-2,6	-1,6
> 1 an	66,8	7,5	9,9	8,6	8,8	8,8	6,9	6,3

Source : BCE

Note : Pour plus de détails, se reporter aux notes de bas de page du tableau 2.5 de la partie Statistiques de la zone euro du Bulletin mensuel de la BCE et aux notes techniques correspondantes

- 1) À la fin du quatrième trimestre 2002. Prêts du secteur en pourcentage du total des prêts des IFM aux agents non financiers (à l'exception des prêts aux institutions sans but lucratif au service des ménages) : ventilation par échéances et ventilation par composantes en pourcentage des prêts des IFM au secteur correspondant. En raison des écarts d'arrondis, la somme des composantes peut ne pas être égale à 100.
- 2) Conformément à la définition du SEC 95 sur les ménages, c'est-à-dire à l'exception des institutions sans but lucratif au service des ménages
- 3) Les définitions des crédits à la consommation et des prêts au logement ne sont pas entièrement homogènes dans l'ensemble de la zone euro.

d'incertitude exceptionnellement élevé, mesuré par la volatilité implicite des marchés boursiers, notamment au cours de la période comprise entre mi-mai et début octobre (cf. graphique 8 (b) et encadré 3).

Dans l'ensemble, les indices boursiers larges ont suivi en 2002 des profils d'évolution similaires aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro, même si au Japon, les mouvements des cours des actions ont parfois été essentiellement liés à des facteurs d'ordre interne. Début 2002, les indices boursiers de référence ont été relativement stables et la volatilité implicite est restée modérée, les opérateurs de marché s'attendant généralement à une reprise économique progressive et durable. Entre mi-mai et fin juillet, les cours des actions ont toutefois été soumis à d'importantes pressions à la baisse, qui s'expliquent en partie par les inquiétudes croissantes quant à la fiabilité de l'information comptable et financière publiée par les sociétés. Cela a également poussé la volatilité vers des niveaux proches de ceux qui avaient été atteints à la suite des attentats perpétrés aux États-Unis le 11 septembre 2001. En outre, le niveau plus faible que prévu des

bénéfices publiés et la dégradation des perspectives économiques mondiales ont contribué à faire baisser les cours des actions et à accroître la volatilité.

À fin juillet et durant la majeure partie d'août, les cours des actions ont temporairement rebondi aux États-Unis et dans la zone euro. Cela semble avoir principalement résulté du soulagement des opérateurs, lié au constat que les irrégularités comptables n'étaient, finalement, peut-être pas aussi répandues qu'on ne l'avait d'abord craint. Durant le mois de septembre, toutefois, le moindre optimisme suscité par les perspectives économiques mondiales, ainsi que la multiplication des avertissements sur résultats, ont défavorablement influencé les cours des actions, et tous les principaux indices sont retombés à leur niveau le plus bas de l'année début octobre. Au quatrième trimestre 2002, les marchés boursiers ont une nouvelle fois rebondi. La hausse des cours des actions, qui a été très vive en octobre et un peu plus modérée en novembre, avant de s'inverser quelque peu en décembre, est survenue dans le contexte de l'annonce par les sociétés de bénéfices plus élevés que

prévu et d'améliorations des anticipations de croissance économique, en particulier aux États-Unis.

Dans l'ensemble, les cours des actions dans la zone euro, mesurés par l'indice large Dow Jones EuroStoxx, se sont repliés de 35 % en 2002. Aux États-Unis, les cours boursiers, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont chuté de 23 % entre fin 2001 et fin 2002, tandis qu'au Japon, l'indice Nikkei 225 a perdu 19 % au cours de la même période. Au second semestre, la volatilité implicite du marché boursier est demeurée relativement élevée dans la zone euro par rapport aux États-Unis et au Japon.

La chute des cours des actions dans la zone euro a contribué à ramener les coefficients de capitalisation des bénéfices (*Price-earnings ratio* – *PER*) des sociétés européennes à des niveaux proches de leurs moyennes historiques. En revanche, aux États-Unis, les

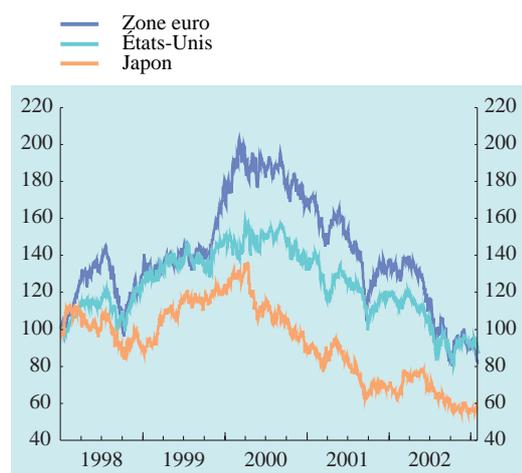
PER sont restés légèrement supérieurs aux moyennes historiques début 2003.

Aux États-Unis, les chiffres plus faibles que prévu des bénéfices des entreprises et la reprise hésitante de l'activité économique ont entraîné les cours des actions à la baisse. En outre, plusieurs cas d'irrégularités comptables ont suscité des inquiétudes quant à la fiabilité des données relatives aux bénéfices des entreprises. En particulier, fin juin, WorldCom, une société de télécommunications, a publié la plus importante révision de résultats jamais intervenue aux États-Unis, entraînant un vif repli des cours boursiers et, simultanément, un accroissement de la volatilité du marché. Cela a incité la *Securities and Exchange Commission* (SEC) à ordonner aux hauts dirigeants des grandes entreprises américaines de certifier solennellement (avant le 14 août 2002 pour la plupart) l'exactitude de leurs états financiers, l'objectif étant d'atténuer les inquiétudes quant aux

Graphique 8

(a) Indices des cours des actions dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

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

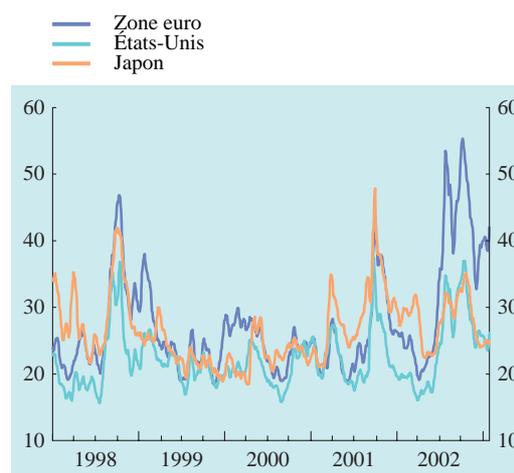


Source : Reuter

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

(b) Volatilité implicite des marchés boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

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



Source : Bloomberg

Note : Les séries de volatilité implicite représentent l'écart-type anticipé de la variation en pourcentage des cours des actions sur une période n'excédant pas trois mois, induite des prix des options indiciaires. Les indices boursiers auxquels ont trait les volatilités implicites sont le Dow Jones EuroStoxx 50 pour la zone euro, le Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et le Nikkei 225 pour le Japon. Pour les périodes antérieures à 1999, la volatilité implicite de la zone euro est calculée à partir de données synthétiques réalisées avec des séries nationales de volatilité implicite disponibles.

irrégularités comptables. À l'instar des deux années précédentes, le repli des cours des actions américaines a été particulièrement prononcé dans le secteur technologique en 2002, et l'indice composite Nasdaq a, au total, reculé de 32 % en 2002.

Au Japon, les cours boursiers ont rebondi au premier semestre, en partie à la suite des nouvelles mesures introduites par le gouvernement pour durcir la réglementation en matière de vente à découvert d'actions. Par la suite, toutefois, à compter du troisième trimestre, les facteurs internationaux l'ont emporté, les lourdes incertitudes entraînant des mouvements de report sur les valeurs sûres en faveur des obligations, accentuant le repli des cours des actions. Les pressions à la baisse se sont poursuivies à la fin de l'année, alors même que les autres grands marchés boursiers enregistraient un rebond, les cours des actions au Japon étant à nouveau affectés par des facteurs intérieurs, notamment les inquiétudes croissantes des marchés relatives à la fragilité financière et au règlement du problème des créances bancaires douteuses. Le 14 novembre, l'indice Nikkei 225 s'inscrivait à son niveau le plus bas depuis dix-neuf ans.

Dans la zone euro, les cours des actions ont été fortement influencés par les fluctuations sur les marchés boursiers américains. Toutefois, la baisse a été plus marquée dans la zone euro et est survenue dans un contexte d'incertitudes exceptionnellement élevées, si l'on en juge d'après la volatilité implicite tirée des options sur l'indice Dow Jones EuroStoxx 50. Même s'il est apparu que les principaux facteurs à l'origine des turbulences sur les marchés boursiers de la zone euro ont été les répercussions de la découverte d'irrégularités comptables au sein de grandes entreprises américaines et les incertitudes persistantes planant sur la vigueur de la reprise économique mondiale et le moment où elle interviendra, le repli des cours des actions dans la zone euro a également résulté de nombre de facteurs intérieurs, notamment les performances économiques un peu plus faibles et les perspectives relativement moins bonnes de l'économie de la zone euro vis-à-

vis de l'économie américaine. Ensuite, le fait que les rendements des emprunts publics à long terme, qui jouent un rôle essentiel dans la détermination du taux d'actualisation des actions, se soient repliés plus vivement aux États-Unis que dans la zone euro en 2002 peut avoir soutenu plus vivement le marché boursier américain.

S'agissant de la décomposition sectorielle, le repli généralisé sur les marchés boursiers de la zone euro a été accentué par la nette baisse des cours des actions dans les secteurs technologique, des télécommunications et financier, où ils ont chuté de 52 % pour le premier, et 36 % pour les deux autres, en 2002. Ensemble, ces trois secteurs ont représenté plus de la moitié de la baisse totale de l'indice large en 2002. Le repli des cours des actions des entreprises technologiques et des sociétés de télécommunications semble être en partie lié à la poursuite de la correction des niveaux élevés atteints à la fin des années quatre-vingt-dix, les opérateurs de marché continuant de revoir à la baisse leurs anticipations de bénéfices. En outre, les inquiétudes croissantes relatives au niveau élevé de l'endettement des sociétés de télécommunications ont eu tendance à amplifier le recul des cours boursiers dans ce secteur. Dans le secteur financier, la chute des bourses aux deuxième et troisième trimestres a exercé une incidence négative tant sur la rentabilité de certaines banques que sur les bilans des compagnies d'assurance qui étaient assez fortement exposées aux variations des cours boursiers. Le secteur des assurances a également été affecté par les pertes causées par des catastrophes naturelles.

La baisse substantielle des cours des actions en 2002, faisant suite à celles observées au cours des deux années antérieures, semble avoir eu des effets négatifs pour l'économie de la zone euro. Le marché boursier peut influencer directement sur l'activité économique par le biais de quatre canaux principaux : les effets de richesse sur la consommation privée, les effets de coût du capital sur l'investissement des entreprises, et les effets de bilan et de confiance tant sur la

consommation que sur l'investissement. Il est toutefois difficile d'évaluer l'incidence exacte que chacun de ces canaux exerce individuellement sur l'activité économique (cf. également l'encadré 3 du *Bulletin mensuel* de la BCE de septembre 2002). Les données empiriques disponibles, même si elles sont rares, suggèrent néanmoins que les effets directs des évolutions du marché boursier sur l'activité économique dans la zone euro, quoique perceptibles, sont nettement plus limités que ceux observés pour l'économie américaine, où la détention d'actions est plus répandue que dans la zone euro. Cependant, le fait que le repli des marchés boursiers ait été mondial a renforcé la probabilité que l'économie de la zone euro soit affectée au travers des relations d'interdépendance économique.

Au cours de la période comprise entre fin 2002 et le 28 février 2003, les cours

boursiers dans la zone euro, mesurés par l'indice Dow Jones EuroStoxx, et aux États-Unis, mesurés par l'indice Standard & Poor's 500, ont poursuivi la tendance baissière des trois années précédentes, reculant de, respectivement, 9 et 4 %. Parallèlement, les incertitudes, mesurées par la volatilité implicite du marché boursier, se sont accrues durant les deux premiers mois de 2003. Deux facteurs paraissent expliquer le climat régnant sur les marchés boursiers. D'une part, les évolutions enregistrées semblent, en général, avoir été principalement consécutives aux inquiétudes relatives aux tensions géopolitiques. D'autre part, les éléments d'information émanant des publications de données économiques et de résultats d'entreprises ont été assez contrastés, alimentant l'incertitude des opérateurs de marché quant aux perspectives à court terme de résultats des entreprises.

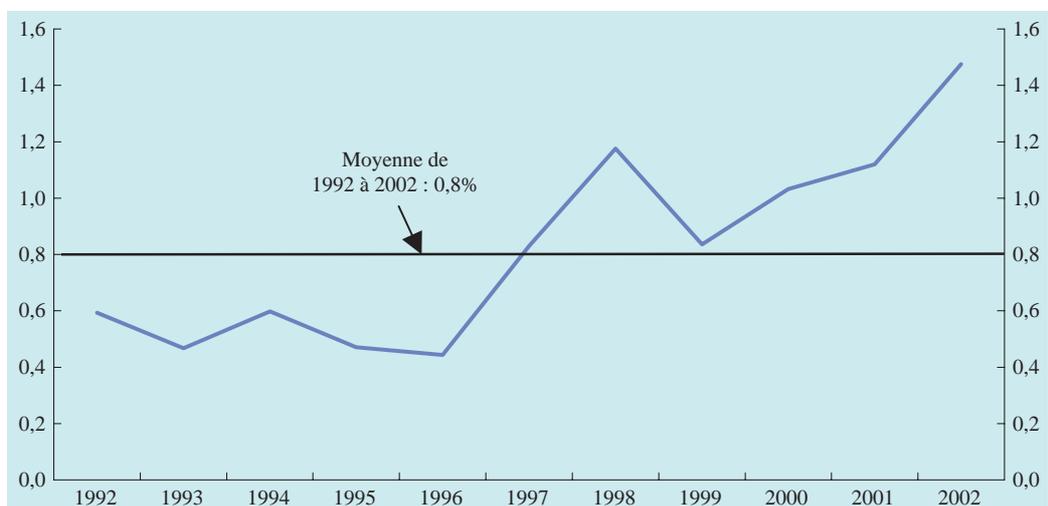
Encadré 2

La progression sensible de la volatilité des marchés boursiers dans la zone euro en 2002

Les cours des actions dans la zone euro ont enregistré des fluctuations prononcées courant 2002. Indépendamment du fait qu'ils se sont fortement repliés, les indices boursiers larges en 2002 ont, en général, affiché des variations quotidiennes sensiblement plus marquées, en moyenne, que les années précédentes (cf. graphique A). L'amplitude moyenne des variations quotidiennes absolues de l'indice large Dow Jones

Graphique A : Moyenne annuelle de la variation quotidienne en valeur absolue de l'indice Dow Jones EuroStoxx de 1992 à 2002

(en pourcentage)

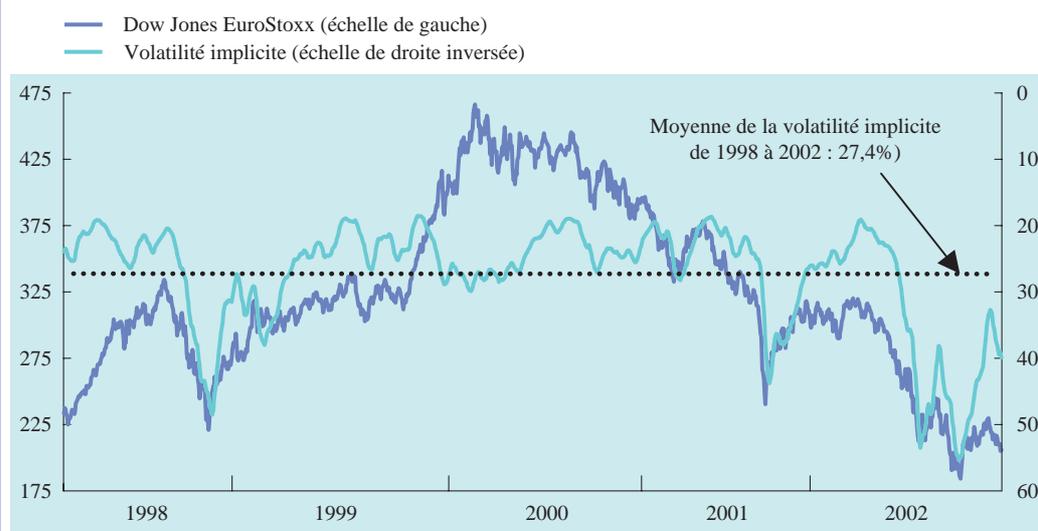


EuroStoxx a eu tendance à progresser ces dernières années, et cet indice a atteint une moyenne annuelle de 1,5 % en 2002, soit quasiment le double de celle de quelque 0,8 % observée sur la période 1992-2002. Le présent encadré identifie certains facteurs internationaux et propres à la zone euro, qui peuvent expliquer les turbulences notables des marchés boursiers, telles qu'elles se reflètent dans la volatilité élevée des cours boursiers de la zone en 2002.

La persistance d'une volatilité implicite élevée en 2002

Le niveau des turbulences sur les marchés boursiers est souvent indiqué par la volatilité implicite tirée des options sur les indices boursiers, qui, dans une certaine mesure, contient des informations sur le sentiment collectif des opérateurs de marché quant à l'incertitude entourant les perspectives à court terme en matière de cours. Tant dans une perspective historique relative à la zone euro que dans une optique transfrontière, l'incertitude du marché boursier, comme le montre la volatilité implicite des marchés boursiers de la zone euro, a été exceptionnellement élevée en 2002. Elle a atteint 35 % en moyenne, contre 27 % depuis 1998 ; elle a également dépassé les niveaux observés tant aux États-Unis qu'au Japon en 2002 (cf. graphique 8 (b)).

Graphique B : Indice Dow Jones EuroStoxx et volatilité implicite des marchés boursiers de 1998 à 2002 (échelle inversée)



Des facteurs tant internationaux qu'internes ont contribué à l'augmentation de la volatilité

Début 2002, la volatilité sur les marchés d'actions mondiaux s'est progressivement réduite, au fur et à mesure que la situation sur les marchés se normalisait après les événements du 11 septembre 2001. Après la mi-mai, toutefois, une série d'effets négatifs a provoqué un accroissement de l'incertitude quant aux tendances des marchés boursiers et entraîné une hausse de la volatilité sur la plupart des grands marchés. Certains facteurs à l'origine de cette évolution, comme les inquiétudes relatives aux irrégularités comptables et à la fiabilité des résultats publiés par les entreprises, les risques géopolitiques et les révisions à la baisse des prévisions de croissance, ont revêtu une dimension internationale.

D'autres facteurs plus spécifiques à la zone euro peuvent expliquer en partie les raisons de l'incertitude particulièrement élevée observée dans la zone en 2002. Tout d'abord, la volatilité du marché boursier tend à être plus importante en périodes de baisse qu'en périodes de hausse des cours (cf. graphique B). Ce phénomène s'explique en règle générale par « l'effet de levier », ce qui signifie que, le niveau d'endettement d'une entreprise étant fixe à court terme, une baisse du cours boursier tend à accroître le ratio dettes/fonds propres des

entreprises, c'est-à-dire le levier¹. Une augmentation du levier d'une entreprise réduit mécaniquement le rôle d'amortisseur que ses fonds propres jouent face aux fluctuations de revenus et, en conséquence, ses résultats futurs tendent à être plus incertains. Il en résulte une plus grande volatilité du cours de l'action. Comme le repli des cours boursiers a été plus marqué dans la zone euro en 2002 que sur les autres grands marchés, le niveau global de volatilité des cours des actions s'est par conséquent accru dans la zone euro par rapport à d'autres régions économiques. En outre, le secteur des télécommunications s'était lourdement endetté ces dernières années, essentiellement sous l'effet d'acquisitions de licences UMTS, ce qui a amplifié « l'effet de levier ».

Par ailleurs, en raison des pertes considérables enregistrées sur leurs portefeuilles d'actions, de nombreuses banques et compagnies d'assurance européennes ont modifié la structure de leurs portefeuilles en ajustant les pondérations d'actions à la baisse courant 2002. Ces réaménagements importants de portefeuille au détriment des marchés d'actions et en faveur d'autres compartiments des marchés de capitaux (tels que les marchés obligataires), sur une période relativement courte, ont probablement contribué à renforcer la volatilité des marchés boursiers de la zone euro.

La volatilité relativement élevée des marchés boursiers de la zone euro est également imputable au fait que le repli des cours observé en 2002 a davantage affecté l'ensemble des secteurs que sur d'autres marchés importants, ce qui s'est traduit par une corrélation positive plus élevée entre les secteurs. Ce phénomène a sans doute entraîné des niveaux de volatilité plus importants de l'indice général du marché boursier.

Au total, si des facteurs internationaux semblent avoir provoqué une augmentation de la volatilité du marché boursier de la zone euro en servant de révélateur à certaines faiblesses structurelles et points de vulnérabilité propres à quelques secteurs de la zone euro, le recul des marchés boursiers internationaux a eu un effet amplifié dans la zone euro. En conséquence, les variations des cours des actions de la zone euro, notamment au second semestre 2002, ont été exceptionnelles au regard des dernières années.

¹ Cf. par exemple F. Black (1976) *Studies of Stock Price Volatility Changes*, actes de la réunion de l'American Statistical Association

Un recul global des taux du marché monétaire durant l'année 2002

Les taux d'intérêt du marché monétaire ont progressé pendant les cinq premiers mois de 2002, poursuivant la tendance amorcée fin 2001. À la mi-mai, cette tendance s'est interrompue, et les taux du marché monétaire se sont progressivement repliés durant l'ensemble du second semestre 2002. Cette évolution a reflété les anticipations des opérateurs de marché relatives aux évolutions des taux du marché monétaire à court terme. Au cours des cinq premiers mois de 2002, les opérateurs ont anticipé une hausse de ces taux. Ces anticipations ont été progressivement ajustées à la baisse, dans le sillage des attentes en matière de perspectives économiques et d'inflation, et finalement, au dernier trimestre, les opérateurs anticipaient une baisse des taux du marché monétaire à

court terme, prévoyant ainsi largement la décision, prise lors de la réunion du Conseil des gouverneurs du 5 décembre 2002, de réduire de 50 points de base les taux directeurs de la BCE, qui a constitué la seule modification de l'année. À fin 2002, la pente de la courbe des rendements du marché monétaire, mesurée par l'écart entre l'Euribor un mois et douze mois, a été légèrement négative.

Si l'on procède à une analyse plus détaillée, les taux d'intérêt du marché monétaire ont sensiblement reculé pendant les derniers mois de 2001, en particulier à la suite des événements du 11 septembre et de la réduction des taux directeurs de la BCE qui a suivi, alors que les anticipations d'une atténuation des tensions inflationnistes résultant de la détérioration des perspectives de l'économie mondiale se généralisaient.

Cependant, ce mouvement s'est modifié début 2002, lorsque le pessimisme s'est dissipé et que les opérateurs ont progressivement anticipé une reprise économique et l'émergence de risques haussiers pesant sur la stabilité des prix. En conséquence, les taux du marché monétaire ont progressé entre fin 2001 et mi-mai 2002. Cette augmentation a été plus marquée pour les échéances les plus longues (cf. graphique 9). Dès lors, la courbe des rendements du marché monétaire, qui était pratiquement plate début 2002, s'est nettement pentifiée durant les premiers mois de l'année, pour atteindre 70 points de base environ à la mi-mai.

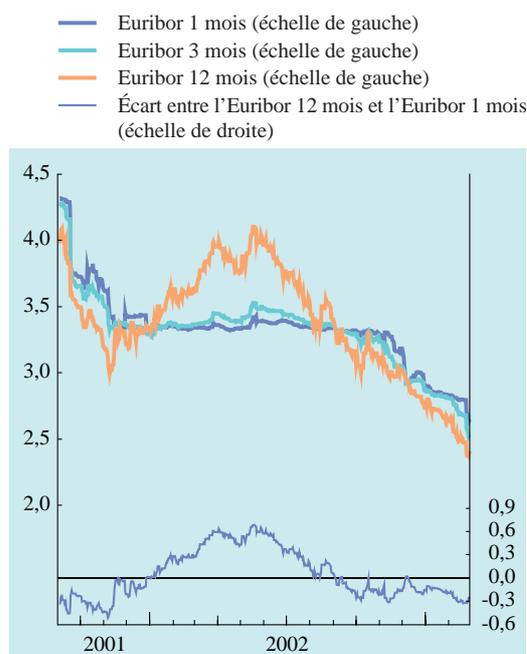
Les variations du profil d'évolution anticipé des taux du marché monétaire à court terme au cours de cette période apparaissent également au vu des modifications de taux implicites des contrats Euribor trois mois échéant en 2002 et début 2003, qui ont gagné quelque 100 points de base entre fin 2001 et mi-mai 2002. Parallèlement, l'incertitude des opérateurs liée aux perspectives de taux à court terme est restée globalement stable à des niveaux relativement bas, comme l'indique la volatilité implicite tirée des options sur contrats Euribor trois mois (cf. graphique 10).

La tendance à la hausse des taux du marché monétaire, observée pendant les cinq premiers mois de 2002, s'est inversée fin mai, les taux se repliant alors progressivement jusqu'à la fin de l'année. Entre fin mai et début septembre, la courbe des rendements du marché monétaire, mesurée par l'écart entre l'Euribor un mois et douze mois, est devenue pratiquement plate à la suite du repli des taux du marché monétaire sur les échéances les plus longues. Parallèlement, l'incertitude sur le marché s'est sensiblement amplifiée. À mi-septembre, la courbe des rendements du marché monétaire s'est progressivement inversée, ce qui a coïncidé avec un recul sensible de la volatilité implicite, à mesure que les anticipations de réduction des taux directeurs de la BCE s'affirmaient.

Graphique 9

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

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



Source : Reuter

À fin 2002, l'Euribor un mois et l'Euribor douze mois s'établissaient, respectivement, à 2,90 et 2,75 %, soit 43 points de base et 59 points de base en deçà de leur niveau de fin 2001, et la volatilité implicite était revenue à de bas niveaux enregistrés précédemment. Au cours des premiers mois de 2003, les taux du marché monétaire et les taux des contrats Euribor ont continué de se replier.

Durant l'année 2002, le niveau du taux au jour le jour, mesuré par l'Eonia, a reflété l'évolution du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. La volatilité de l'Eonia a globalement été faible et les tensions enregistrées ont concerné la fin des périodes de constitution des réserves, moment où le système bancaire doit satisfaire les exigences en matière de réserves obligatoires. Par ailleurs, l'Eonia a eu tendance à se tendre légèrement le dernier jour ouvré de

chaque mois, en réaction à la volonté des institutions financières d'ajuster leurs bilans à ce moment-là. Comme les années précédentes, ce phénomène a été plus marqué durant la période de fin d'année. Début janvier 2002, l'Eonia est demeuré légèrement supérieur au taux de soumission minimal, sous l'effet de conditions de liquidité relativement restrictives dues au passage à l'euro fiduciaire, étant donné la demande plus forte que prévu de billets en euros et le retour plus lent qu'anticipé des coupures nationales dans les banques centrales nationales par le biais des établissements de crédit. Dans ce contexte, l'Eurosystème a effectué deux opérations de réglage fin début janvier 2002, en vue de procurer de la liquidité aux contreparties. Ces opérations ont contribué à restaurer des conditions de marché plus normales et l'Eonia s'est progressivement replié, pour se stabiliser à un niveau légèrement supérieur au taux de soumission minimal. Une opération de réglage fin a également été réalisée

le 18 décembre 2002 afin de procurer de la liquidité aux contreparties, à la suite de l'insuffisance de l'offre observée lors de l'opération principale de refinancement du 17 décembre et de conditions de liquidité restrictives (cf. chapitre 2).

Les rendements obligataires à long terme se sont repliés à de faibles niveaux en 2002, partiellement sous l'effet de mouvements de report sur les valeurs sûres

Après n'avoir guère varié en 2001, les rendements des emprunts publics dans la zone euro et aux États-Unis ont fléchi en 2002. Le recul s'est déroulé pour l'essentiel entre mi-mai et début octobre et le principal élément ayant influencé les évolutions du marché obligataire pendant cette période semble avoir été les perturbations des marchés d'actions, qui ont favorisé des mouvements de report sur les valeurs sûres au profit des marchés obligataires. Dans l'ensemble, les rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro et aux États-Unis se sont, respectivement, repliés de 90 et 130 points de base en 2002, pour atteindre quelque 4,3 % et 3,8 % à la fin de l'année (cf. graphique 11(a)). Les replis plus marqués des rendements obligataires américains ont entraîné un écart de rendement négatif sur les titres d'État à dix ans entre les États-Unis et la zone euro durant la majeure partie de 2002, alors que celui-ci avait oscillé autour de zéro en 2001 (cf. graphique 11(b)).

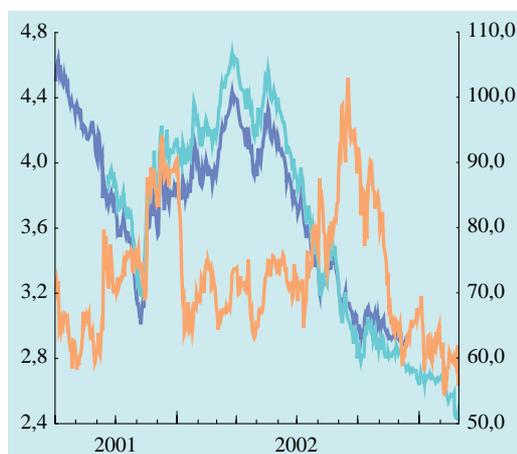
Aux États-Unis, les rendements obligataires ont légèrement progressé pendant les premiers mois de 2002, les intervenants de marché s'étant montrés plus optimistes quant aux perspectives de croissance, après le pessimisme qui avait prévalu à la suite des événements du 11 septembre 2001. Les baisses du taux des fonds fédéraux, qui a été ramené à 1,75 % début 2002, son niveau le plus bas depuis 1961, y ont contribué. Ensuite, comme les opérateurs semblaient entretenir des perspectives de croissance plus encourageantes pour l'avenir, la pente

Graphique 10

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

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

- Contrats Euribor 3 mois à échéance décembre 2002 (échelle de gauche)
- Contrats Euribor 3 mois à échéance mars 2003 (échelle de gauche)
- Volatilité implicite des contrats d'une durée résiduelle constante de 6 mois (échelle de droite)

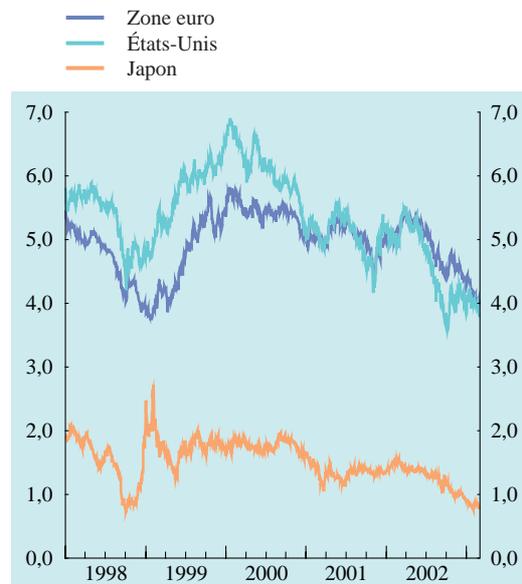


Sources : Bloomberg, Reuter et calculs de la BCE

Graphique 11

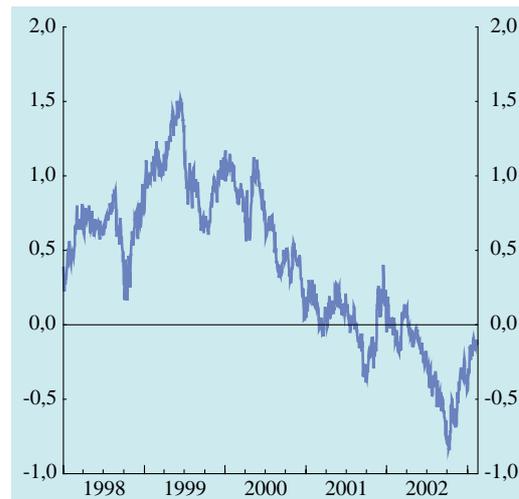
(a) Rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



(b) Écart de rendements des emprunts publics à long terme entre les États-Unis et la zone euro

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : Reuter

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

de la courbe des rendements s'est accentuée, entraînée quelque peu en cela par les rendements obligataires à long terme. Certains éléments ont aussi semblé indiquer, au cours des premiers mois de l'année, que les anticipations d'inflation à long terme des opérateurs de marché s'étaient accrues. Ce phénomène s'est traduit, notamment, par une progression du point mort d'inflation, mesuré par l'écart entre les rendements des emprunts publics nominaux et indexés à dix ans émis par le Trésor américain.

Les prévisions de croissance optimistes des opérateurs de marché se sont par la suite dissipées après la mi-mai, et les rendements obligataires ont fléchi lors des mouvements de « report vers les valeurs sûres » au détriment des marchés d'actions et au profit des marchés obligataires, alimentés en partie par la divulgation d'irrégularités dans les comptes d'entreprises américaines. La montée des tensions au Moyen-Orient et la publication de données économiques inférieures aux

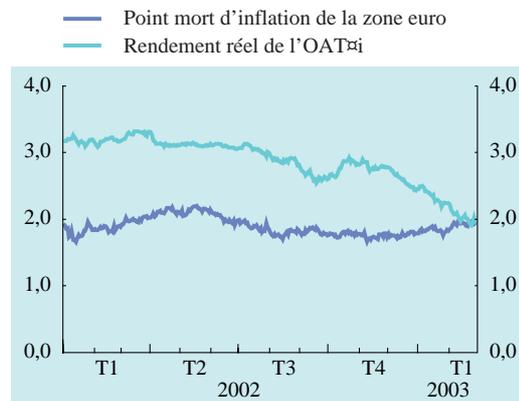
attentes ont également contribué au recul des rendements obligataires. Par ailleurs, les stratégies de couverture des organismes de refinancement hypothécaire américains ont probablement amplifié la tendance à la baisse qui a ramené, début octobre, les rendements obligataires nominaux à dix ans à leurs plus bas niveaux depuis 1958. Après la mi-octobre, les rendements obligataires ont à nouveau progressé, les tensions sur le marché des actions s'étant atténuées et les investisseurs revenant sur le marché boursier, dans un contexte où les données macroéconomiques et les résultats d'entreprises suscitaient un regain d'optimisme quant aux perspectives de croissance. La décision du Comité fédéral de l'*open market* d'abaisser le taux des fonds fédéraux de 50 points de base à 1,25 % le 6 novembre a conforté cet optimisme.

Au Japon, les rendements des emprunts publics à long terme ont, dans une large mesure, évolué de manière autonome par rapport aux évolutions internationales

Graphique 12

Taux d'intérêt réel et point mort d'inflation calculé à partir de l'IPCH de la zone euro

(en pourcentage ; données quotidiennes)



Sources : Reuter, Trésor français et ISMA

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

observées en 2002. Après être restés relativement stables au premier semestre 2002, à 1,4 % environ, les rendements obligataires à dix ans ont ensuite reculé de manière plus ou moins continue, pour s'établir à quelque 0,9 % à fin 2002. Les inquiétudes des opérateurs portant sur les perspectives économiques et le système bancaire national, ainsi que les mouvements de report sur les valeurs sûres en faveur des marchés obligataires ont contribué conjointement au recul des rendements obligataires à long terme pendant l'année.

Dans la zone euro, les évolutions du marché obligataire ont largement reflété celles observées aux États-Unis en 2002, même si le repli global des rendements des emprunts publics de la zone euro a été moins marqué. Comme aux États-Unis, les opérateurs se sont graduellement montrés plus optimistes quant aux perspectives de croissance dans les premiers mois de 2002, ce qui a provoqué une légère hausse des rendements obligataires à long terme. Parallèlement, les anticipations d'inflation à long terme des intervenants se sont accrues. En conséquence, le point mort

d'inflation, mesuré par la différence entre les rendements obligataires nominaux et indexés (sur l'IPCH hors tabac de la zone euro) à dix ans de la zone euro, a progressé de quelque 30 points de base entre fin décembre 2001 et mi-mai 2002 (cf. graphique 12).

La publication de données macroéconomiques moins favorables ainsi que le recul des cours boursiers ont par la suite contribué à la détérioration des anticipations de croissance économique formées par les opérateurs de marché. Le regain de pessimisme relatif aux perspectives de croissance a exercé des pressions à la baisse sur les rendements obligataires à dix ans de la zone euro entre mi-mai et octobre, entraînant un aplatissement de la courbe des rendements, alors que les rendements obligataires indexés à dix ans de la zone euro et le point mort d'inflation qui leur est associé reculaient également. Les pressions à la baisse sur les rendements ont aussi été liées aux irrégularités comptables commises par des entreprises américaines, qui ont amené les intervenants de marché à remettre en question les résultats effectifs dans la zone euro. Cette évolution a entraîné un relèvement des primes de risque exigées par les investisseurs pour la détention d'actions et a favorisé des mouvements de « report vers les valeurs sûres » au profit des marchés obligataires. Parallèlement, l'incertitude des opérateurs quant aux évolutions des rendements obligataires de la zone euro s'est également accrue, comme le montre la progression de la volatilité implicite du marché obligataire. À partir d'octobre, contrairement aux évolutions observées aux États-Unis, où ils augmentaient, les rendements obligataires dans la zone euro n'ont pas suivi de tendance claire, dans un contexte où les données économiques publiées étaient mitigées.

Sur les marchés des obligations de sociétés de la zone euro et des États-Unis, les écarts entre les rendements des obligations à long terme émises par les entreprises notées BBB et ceux des emprunts publics d'échéance comparable ont subi des fluctuations relativement importantes courant 2002,

traduisant les évolutions de la volatilité implicite des marchés des actions. En particulier, ces écarts n'ont suivi aucune tendance manifeste durant les premiers mois de 2002, dans un contexte d'optimisme croissant des opérateurs de marché quant aux perspectives économiques dans la zone euro et aux États-Unis. Les écarts de rendement des obligations du secteur privé se sont toutefois creusés par la suite, lorsque les opérateurs de marché ont été préoccupés par la fiabilité des états financiers des entreprises, en particulier aux États-Unis mais également dans la zone euro. Néanmoins, ces inquiétudes ayant semblé se dissiper au dernier trimestre 2002, les écarts de rendement des obligations du secteur privé sont retombés, dans les deux économies, à des niveaux proches de ceux observés en début d'année, en partie à la suite d'une relative stabilisation des marchés boursiers.

Début 2003, les rendements obligataires à long terme ont continué de se replier dans toute la zone euro, alors qu'ils affichaient une quasi-stabilité aux États-Unis. Entre fin décembre 2002 et le 28 février 2003, les rendements des emprunts publics à dix ans ont reculé de quelque 30 points de base dans

la zone euro, revenant à 4,0 %, alors que les rendements des titres à dix ans du Trésor américain n'enregistraient qu'un léger recul sur la période. En conséquence, l'écart entre les rendements des emprunts publics à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro s'est resserré de 20 points de base, revenant à un niveau de - 20 points de base le 28 février 2003.

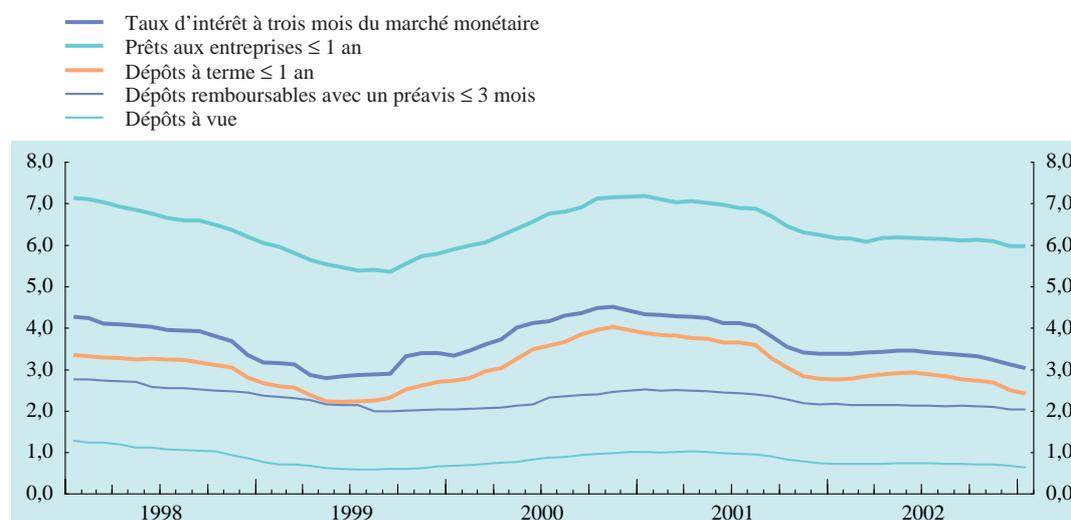
Les taux d'intérêt des banques de dépôts ont globalement baissé en 2002

Les taux d'intérêt à court terme des banques de dépôts ont baissé en 2002 alors que les taux du marché monétaire enregistraient des fluctuations limitées. Entre fin 2001 et fin 2002, les taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire ont reculé de 40 points de base. Au cours de cette période, les taux des dépôts à vue et ceux des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) se sont repliés de 10 points de base environ, tandis que le taux des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à un an a baissé de presque 30 points de base, l'inertie de ces taux étant généralement assez

Graphique 13

Taux d'intérêt à court terme des banques de dépôts et taux de marché comparable

(en pourcentage annuel ; moyennes mensuelles)



Source : BCE et Reuter

Note : À compter du 1^{er} janvier 2001, les données incluent la Grèce.

forte. En ce qui concerne les taux débiteurs à court terme, les taux appliqués par les banques de dépôts aux prêts aux entreprises d'une durée inférieure ou égale à un an ont reculé dans des proportions similaires au repli des taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire (cf. graphique 13).

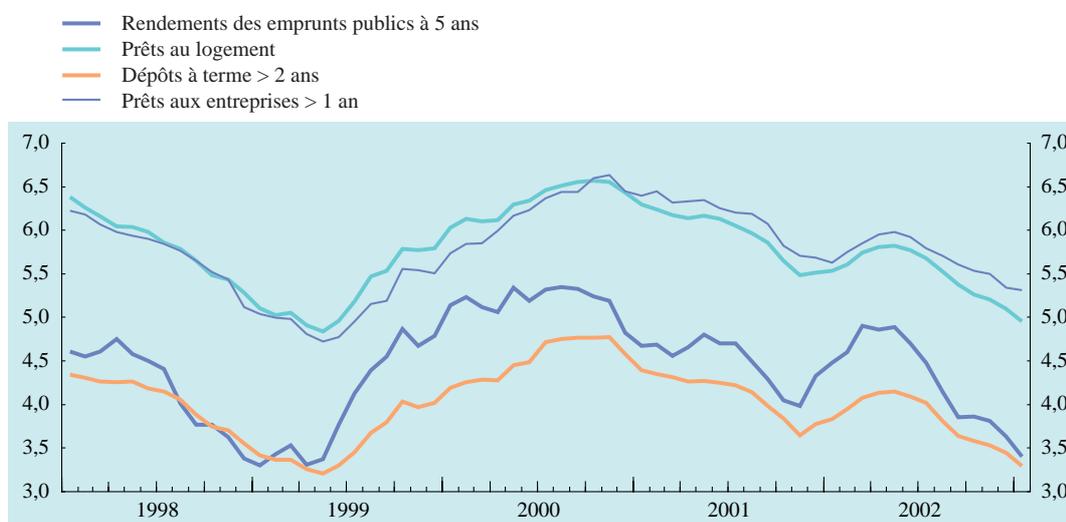
Les taux d'intérêt à long terme des banques de dépôts se sont constamment tendus jusqu'en mai 2002, avant de se replier, pour se situer à fin 2002 à des niveaux généralement inférieurs à ceux observés à fin 2001 (cf. graphique 14). Ces profils ont globalement épousé les évolutions des taux d'intérêt de marché. Le rendement de l'emprunt public à cinq ans, auquel certains taux à long terme des banques de dépôts sont le plus étroitement corrélés, a d'abord augmenté de presque 60 points de base entre fin 2001 et mai 2002, avant de reculer de presque 130 points de base à fin 2002. À titre de comparaison, le taux des dépôts à long terme (dépôts à plus de deux ans) et celui des prêts au logement ont d'abord augmenté de quelque 30 points de base avant de se replier de 70 points de base environ au cours de cette période. Les moindres variations des taux d'intérêt à long terme des banques de dépôts sont liées aux

habituels délais du processus de transmission des taux d'intérêt de marché.

Après mai 2002, l'ajustement de certains taux bancaires débiteurs à long terme, notamment ceux appliqués aux entreprises, a été conforme aux replis des taux d'intérêt du marché, tout en étant plus lent. Cela tient sans doute aux inquiétudes croissantes quant à la qualité de crédit dans un contexte d'accroissement des taux de faillite. Comme le montre l'encadré 3, l'augmentation du risque de crédit, attestée par un élargissement des écarts de rendement des obligations du secteur privé, se traduit généralement par des écarts plus importants entre les taux débiteurs bancaires et les taux de marché. En particulier, l'écart entre les rendements des obligations des entreprises notées BBB et ceux des emprunts publics d'échéance comparable est passé entre mai et décembre de quelque 190 points de base à 220 points de base environ, après avoir atteint un pic de près de 260 points de base en octobre.

Dans le sillage de la réduction des taux directeurs de la BCE début décembre 2002 et des baisses correspondantes des taux du marché monétaire, les taux créditeurs à

Graphique 14
Taux d'intérêt à long terme des banques de dépôts et taux de marché comparable
(en pourcentage annuel ; moyennes mensuelles)



Sources : BCE et Reuter
Note : À compter du 1^{er} janvier 2001, les données incluent la Grèce.

court terme des banques de dépôts se sont légèrement repliés en janvier 2003, même si les taux débiteurs à court terme n'ont guère varié. Les taux à long terme des banques de

dépôts ont poursuivi la tendance amorcée après mai 2002, enregistrant un nouveau recul en janvier 2003.

Encadré 3

Les déterminants des taux débiteurs bancaires dans la zone euro

Plusieurs facteurs peuvent avoir une incidence sur les taux débiteurs bancaires, comme par exemple le coût administratif d'un changement effectif des taux d'intérêt bancaires et les relations banques-clients. Des caractéristiques propres aux banques, telles que la corrélation entre la rentabilité du secteur bancaire et les conditions de refinancement, peuvent également largement contribuer à déterminer les taux débiteurs bancaires¹. Le présent encadré s'intéresse à trois déterminants des taux débiteurs bancaires. D'abord, les taux débiteurs bancaires subissent en principe l'incidence des évolutions des marchés monétaire et financier, dans la mesure où les banques doivent ou bien se refinancer sur ces marchés, ou bien servir une rémunération sur la plupart de leurs dépôts répercutant les tendances de ces marchés afin d'attirer des fonds. En conséquence, il y a généralement une relation étroite entre les taux débiteurs bancaires et les taux d'intérêt de marché d'échéances comparables. Par exemple, le taux d'intérêt des prêts au logement a depuis longtemps tendance à évoluer parallèlement aux rendements des emprunts publics à cinq ans (cf. graphique 14). Le deuxième déterminant des taux débiteurs bancaires analysé ici est le degré de concurrence existant au sein de différents compartiments du marché du crédit bancaire. Les banques doivent fixer les taux à des niveaux compétitifs si elles veulent attirer la clientèle, leur pouvoir dépendant dans une très large mesure des possibilités qu'ont leurs clients de recourir à d'autres sources de financement. Le troisième facteur considéré est l'exposition (anticipée) d'une banque au risque de crédit lorsqu'elle accorde un prêt.

Les taux débiteurs bancaires affichent une inertie à court terme face aux évolutions des taux d'intérêt de marché

Les variations des taux d'intérêt sur le marché monétaire et les autres compartiments des marchés de capitaux, qui constituent les principales sources de financement de marché auxquelles peuvent recourir les IFM pour ensuite octroyer des prêts, sont un déterminant essentiel des taux débiteurs bancaires. L'expérience a montré que ces taux ont tendance à réagir dans la zone euro avec un certain décalage aux évolutions des taux d'intérêt de marché². Une modification de taux d'intérêt de marché n'est répercutée sur les taux débiteurs bancaires qu'au bout d'un mois en donnant souvent lieu à une baisse inférieure à la moitié. Sur le long terme, toutefois, les taux débiteurs bancaires s'ajustent totalement dans l'ensemble aux évolutions des taux d'intérêt de marché. Il convient également de remarquer que la vitesse à laquelle les taux débiteurs bancaires de la zone euro s'adaptent en fin de compte aux variations des taux d'intérêt de marché semble s'être accélérée depuis le lancement de la monnaie unique. La seule exception à cet égard est probablement la vitesse d'ajustement du taux d'intérêt du crédit à la consommation, qui continue de faire montre d'une inertie assez forte.

Les marchés sont devenus plus concurrentiels ces dernières années

La concurrence existant sur la plupart des compartiments du marché du crédit bancaire semble s'être accrue ces dernières années, tant du point de vue de l'offre que de celui de la demande. Cette tendance à une intensification de la concurrence est sans doute l'un des facteurs expliquant l'accélération de l'ajustement des taux débiteurs bancaires aux variations des taux d'intérêt de marché, qui sont, depuis 1999, une approximation

1 M. A. Weth (2002) The pass-through from market interest rates to bank lending rates in Germany, *Discussion Paper 11/02, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank*

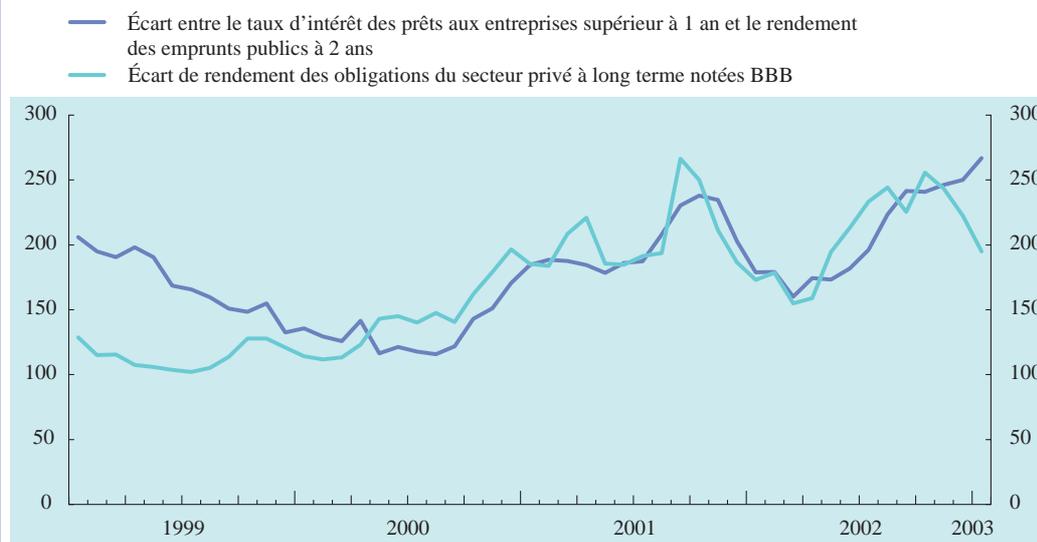
2 G. de Bondt (2002) Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level, *document de travail de la BCE n° 136*; F. Heinemann et M. Schüler (2002) Integration benefits on EU retail credit markets – evidence from interest rate pass-through, *Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung*; S. Kleimeier et H. Sander (2002) Consumer credit rates in the eurozone: evidence on the emergence of a single retail banking market, *European Credit Research Institute, Research Report 2*

grossière des coûts de financement marginaux des prêts bancaires. S'agissant de l'offre, la restructuration en cours du secteur bancaire semble avoir favorisé une plus grande efficacité des marchés bancaires et une plus grande concurrence sur les taux. En outre, indépendamment de la baisse constante du nombre d'établissements de crédit, de nouvelles banques (étrangères) sont devenues actives sur le marché du crédit des banques de dépôts. Les banques de la zone euro sont également confrontées à une concurrence toujours plus vive de la part d'autres intermédiaires financiers tels que les compagnies d'assurance et les fonds de pension³.

S'agissant de la demande, il semble également que la concurrence se soit accrue du fait que les clients des banques sont devenus plus sensibles aux taux d'intérêt des prêts bancaires et les comparent à ceux pratiqués par d'autres banques et à ceux des marchés de capitaux. Cela peut s'expliquer par la plus grande stabilité des taux d'intérêt nominaux dans un contexte de stabilité des prix, ce qui facilite la comparaison des taux entre les différents prestataires de financements, ainsi que par une plus grande facilité d'accès à des sources de financement non bancaires, du moins pour certaines entreprises. Par exemple, les marchés des billets de trésorerie et des obligations de sociétés de la zone euro sont devenus plus profonds et plus liquides ces dernières années. À l'évidence, comme indiqué plus haut, la concurrence peut être sensiblement différente d'un compartiment à l'autre du marché des prêts bancaires. Alors que la concurrence semble être relativement vive en ce qui concerne les crédits immobiliers aux ménages, le marché du crédit à la consommation en blanc semble être moins concurrentiel.

Écarts de rendement des prêts bancaires et des obligations du secteur privé dans la zone euro

(en points de base ; moyennes mensuelles)



Sources : Bloomberg, BCE et Reuter

Note : Les écarts de rendement des obligations du secteur privé sont calculés comme la différence entre les rendements des obligations du secteur privé assorties d'une échéance comprise entre sept ans et dix ans et les rendements des emprunts publics de même échéance.

Les inquiétudes relatives au risque de crédit se sont accrues en 2002

Le niveau et les variations de l'écart entre les taux débiteurs bancaires et les taux d'intérêt de marché comparables sont également déterminés par des considérations en matière de risque de crédit. Comme le montre le graphique, depuis 2000, l'écart entre le taux d'intérêt des prêts à long terme aux entreprises et les taux d'intérêt de marché d'échéance comparable a évolué plus ou moins parallèlement à l'écart (*spread*) entre

³ BCE (2002) Report on Financial Structures

les rendements des obligations à long terme des entreprises notées BBB et ceux des emprunts publics d'échéance comparable. Ce *spread* peut fournir une indication du degré de risque de crédit des entreprises perçu par les opérateurs du marché des obligations du secteur privé. Le graphique indique également que les inquiétudes relatives au risque de crédit se sont accrues en 2002, comme l'illustre l'élargissement de l'écart entre le taux d'intérêt des prêts à plus d'un an aux entreprises et le rendement des emprunts publics à deux ans. Il semble que tous les déterminants des taux bancaires débiteurs exposés ci-dessus aient joué un rôle en 2002. Alors que les taux débiteurs bancaires de la zone euro ont suivi en 2002 les évolutions des taux d'intérêt de marché, il est clair que la vitesse et le degré de répercussion de ces évolutions ont été affectés par l'augmentation des inquiétudes relatives au risque de crédit sur certains compartiments du marché du crédit.

3 Les évolutions de prix

L'inflation annuelle moyenne a été légèrement moins élevée en 2002 qu'en 2001

Le taux d'inflation annuel moyen, mesuré par l'IPCH, s'est élevé à 2,2 % en 2002, soit 0,2 point de pourcentage de moins qu'en 2001 (cf. tableau 6). Parallèlement, l'augmentation moyenne de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés est passée de 2,0 % à 2,5 % au cours de la même période. Par conséquent, la diminution du taux moyen d'inflation mesuré par l'IPCH en 2002 s'explique par les hausses annuelles moins élevées des composantes les plus volatiles que sont les produits alimentaires non transformés et l'énergie. En janvier 2003, les rythmes annuels de variation de l'IPCH et de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés ont fléchi à 2,2 % et 2,0 %, respectivement, soit 0,1 point de pourcentage et 0,2 point de pourcentage de moins qu'en décembre 2002.

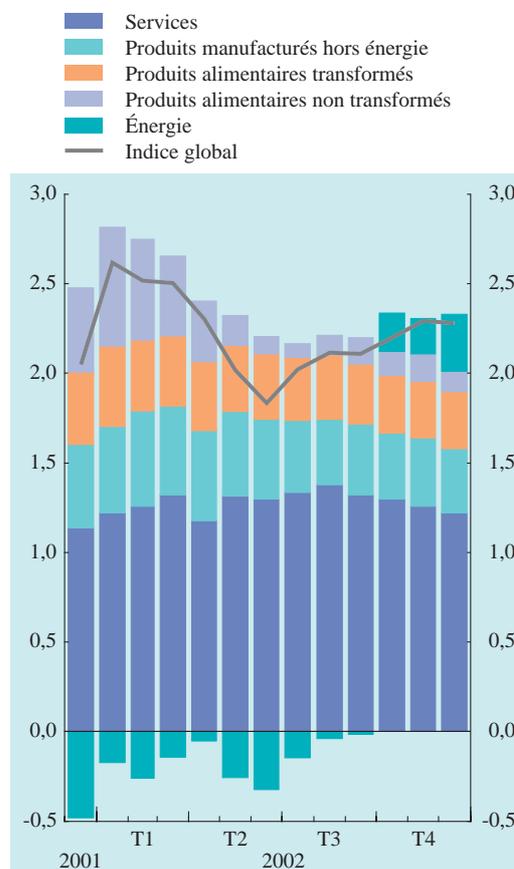
Les évolutions de l'indice global en 2002 ont reflété principalement les mouvements à court terme des prix des produits alimentaires non transformés et de l'énergie

La hausse de l'IPCH global, dans la zone euro, a été plutôt erratique en 2002, reflétant essentiellement les variations à court terme de ses composantes les plus volatiles. Après une forte augmentation en janvier 2002, l'IPCH a reculé jusqu'en juin, avant de croître à nouveau, pour s'établir à 2,3 % en décembre

2002 (cf. graphique 15). La progression de l'inflation en janvier 2002 est liée à un certain nombre de facteurs, tels que l'augmentation des prix des produits alimentaires non

Graphique 15
Ventilation de l'IPCH de la zone euro par sous-composantes

(contributions annuelles en points de pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Tableau 6**Évolution des prix et des coûts dans la zone euro***(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	2000	2001	2002	2001 T1	2001 T2	2001 T3	2001 T4	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4	2002 Déc.	2003 Janv.
Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et composantes													
Indice global	2,1	2,4	2,2	2,1	3,0	2,4	2,2	2,5	2,1	2,1	2,3	2,3	2,2
<i>dont :</i>													
Biens	2,5	2,3	1,6	2,1	3,2	2,2	1,6	2,1	1,4	1,3	1,8	1,9	1,6
Alimentation	1,4	4,4	3,1	3,2	4,9	5,1	4,7	4,9	2,9	2,3	2,3	2,2	1,4
Produits alimentaires transformés	1,2	2,8	3,1	1,8	2,6	3,3	3,4	3,5	3,2	3,0	2,7	2,7	2,8
Produits alimentaires non transformés	1,8	7,0	3,1	5,3	8,3	7,8	6,6	7,0	2,4	1,4	1,7	1,4	-0,6
Produits manufacturés	3,0	1,2	0,9	1,5	2,4	0,8	0,2	0,8	0,7	0,8	1,5	1,7	1,8
Produits manufacturés hors énergie	0,5	0,9	1,4	0,2	1,2	0,8	1,5	1,7	1,6	1,3	1,2	1,2	0,6
Énergie	13,1	2,3	-0,6	6,6	6,8	0,8	-4,3	-2,1	-2,3	-0,7	2,8	3,8	6,0
Services	1,5	2,7	3,1	2,2	2,6	2,7	3,0	3,1	3,1	3,3	3,1	3,0	2,8
Autres indicateurs de prix et de coûts													
Prix à la production ¹⁾	5,5	2,2	-0,1	4,5	3,6	1,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,1	1,2	1,5	.
Coûts salariaux unitaires ²⁾	1,3	2,6	.	2,1	2,7	2,5	3,3	3,5	2,4	2,0	.	.	.
Productivité du travail ²⁾	1,3	0,0	.	0,4	0,0	0,1	-0,4	-0,4	0,2	0,6	.	.	.
Rémunération par tête ²⁾	2,6	2,7	.	2,5	2,8	2,6	2,9	3,1	2,6	2,6	.	.	.
Coûts salariaux horaires totaux ³⁾	3,3	3,4	.	3,4	3,0	3,7	3,4	3,9	3,5	3,6	.	.	.
Cours du pétrole (en euros par baril) ⁴⁾	31,0	27,8	26,5	28,4	31,7	29,0	22,4	24,6	27,8	27,2	26,5	27,1	28,3
Cours des matières premières ⁵⁾	16,7	-7,6	-1,7	-0,8	-3,0	-10,5	-15,6	-3,6	-5,5	-1,6	4,4	2,1	-2,3

Sources : Eurostat, données nationales, International Petroleum Exchange, HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung (Hambourg) et calculs de la BCE

Note : Pour les périodes antérieures à 2001, les indicateurs de prix et de coûts incluent la Grèce, sauf les données relatives à l'IPCH.

1) Hors construction

2) Ensemble de l'économie

3) Ensemble de l'économie (sauf agriculture, administrations publiques, enseignement, santé et autres services)

4) De qualité Brent (livraison à 1 mois), en écus jusqu'en décembre 1998

5) Hors énergie ; en euros

transformés et de l'énergie, des effets de base, ainsi que des hausses de la fiscalité indirecte et des prix réglementés. En particulier, des conditions météorologiques défavorables ont exercé des pressions à la hausse sur les prix des légumes et des fruits. Au cours des mois suivants, en revanche, les prix des produits alimentaires non transformés ont été le principal facteur de baisse du taux annuel d'inflation, les effets liés aux conditions météorologiques se dissipant peu à peu. En outre, les pressions inflationnistes exercées par les prix de la viande se sont atténuées au cours de cette période, les effets de

hausse des prix liés aux cas d'épizooties (fièvre aphteuse et ESB) ayant continué de s'estomper.

Les prix des produits énergétiques ont également contribué légèrement à cette baisse de l'inflation au premier semestre 2002. Au second semestre, toutefois, ces prix ont été le principal facteur de hausse de l'inflation globale, reflétant non seulement des effets de base, mais également des tensions sur les cours mondiaux du pétrole en fin d'année.

L'IPCH hors composantes volatiles n'a guère fléchi en 2002

Malgré la relative faiblesse de la demande dans la zone euro, la baisse du taux annuel de progression de l'IPCH hors les composantes volatiles que sont les prix des produits alimentaires non transformés et de l'énergie a été plutôt limitée en 2002. Cette évolution est liée en partie aux effets indirects des chocs antérieurs sur les prix des produits énergétiques et alimentaires, ainsi qu'à la dépréciation du taux de change de l'euro enregistrée précédemment. En outre, pour certaines composantes spécifiques (principalement les services), au niveau non agrégé, des hausses de prix pouvant être liées à l'introduction des billets et pièces en euros ont été observées (cf. encadré 4). Néanmoins, il apparaît que la persistance d'un taux annuel de progression élevé, en particulier pour les prix des services, peut également s'expliquer par des facteurs plus fondamentaux, tels que les évolutions des coûts salariaux unitaires.

Le taux annuel de progression des prix des services a atteint ou dépassé 2,9 % tout au long de l'année (cf. graphique I 6), la hausse moyenne s'élevant à 3,1 % en 2002, contre 2,7 % en 2001. Les autres principaux éléments de l'IPCH hors composantes volatiles, produits alimentaires transformés et produits manufacturés hors énergie, ont également augmenté, en moyenne, à un rythme plus élevé en 2002 qu'en 2001. Toutefois, contrairement aux prix des services, la progression en glissement annuel des prix de ces composantes a ralenti en 2002. Par conséquent, la persistance du taux annuel d'inflation de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés s'explique essentiellement par les prix des services.

Les écarts d'inflation entre pays de la zone euro sont restés globalement inchangés en 2002

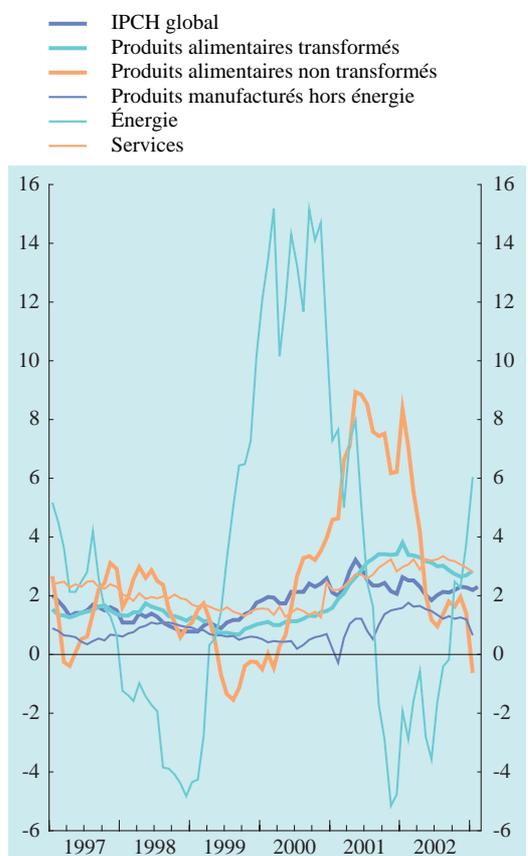
Les évolutions de l'inflation dans les pays de la zone euro pris individuellement ont quelque peu varié en 2002, reflétant, entre

autres, l'incidence contrastée des chocs de prix des produits énergétiques et alimentaires, les différences d'évolution des coûts salariaux unitaires et les variations des prix réglementés et de la fiscalité indirecte. La dispersion est toutefois restée globalement inchangée par rapport à 2001.

Les perceptions de l'inflation passée ont été orientées à la hausse, tandis que les anticipations d'inflation des consommateurs régressaient

Malgré une baisse du taux effectif d'inflation courant 2002, les perceptions du grand public en matière d'inflation passée se sont accrues tout au long de l'année. Ainsi, l'indicateur

Graphique I 6
Ventilation de l'IPCH de la zone euro par composantes
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat
Note : Pour les périodes antérieures à 2001, les données relatives à l'IPCH n'incluent pas la Grèce.

de la Commission européenne relatif à l'inflation perçue au cours des douze derniers mois a suivi une tendance constante à la hausse (cf. graphique C de l'encadré 4). Par conséquent, l'écart entre l'inflation effective et l'inflation perçue a atteint des niveaux sans précédent. Il apparaît que les niveaux élevés de l'inflation perçue sont liés, dans une certaine mesure, aux hausses de prix de postes spécifiques, principalement dans les services, en partie à la suite de l'introduction des billets et pièces en euros. (L'encadré 4 présente plus en détail les effets du passage à l'euro fiduciaire sur les prix).

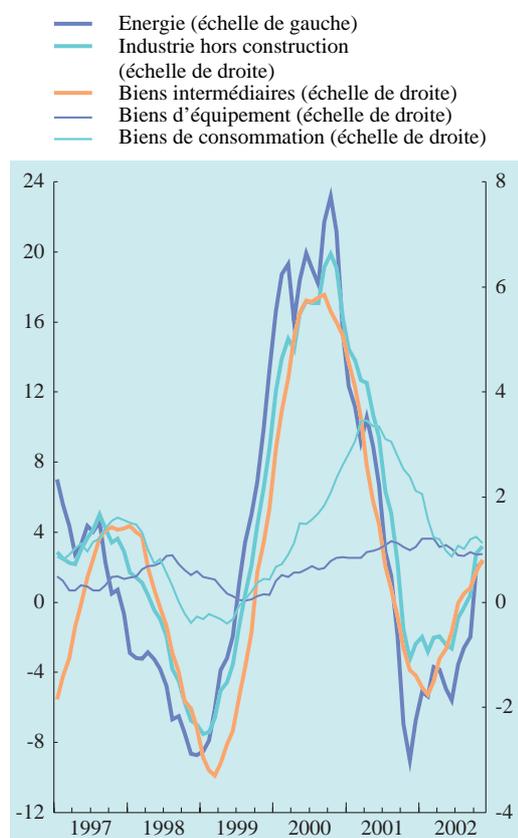
En revanche, les anticipations d'inflation par les consommateurs ont reculé durant la majeure partie de 2002, ce qui laisse penser

que ceux-ci s'attendaient à ce que les hausses de prix qui se sont produites dans le courant de l'année n'aient pour l'essentiel qu'un caractère passager. Cela est conforme à l'analyse selon laquelle le taux annuel d'inflation a été affecté, durant toute l'année 2002, par un certain nombre de facteurs ponctuels, allant de hausses de la fiscalité indirecte à des effets de base. Il convient de noter qu'en février 2003, l'indicateur de l'inflation perçue a fortement reculé. Toutefois, il est trop tôt pour déterminer si ce repli constitue une inflexion durable du mouvement de hausse observé l'année dernière.

Les prix aux premiers stades du processus de production sont restés modérés en 2002

Graphique 17 **Ventilation des prix à la production de la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



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

L'indice des prix à la production industrielle (hors construction) a diminué de 0,1 % en moyenne en 2002, alors qu'il avait progressé de 2,2 % en 2001. Cette baisse s'explique essentiellement par les évolutions de la composante « énergie » et, dans une moindre mesure, par celles des composantes « biens intermédiaires » et « biens de consommation » (cf. graphique 17). Le taux de croissance annuel moyen des prix à la production hors énergie et construction a atteint 0,6 %, contre 1,8 % en 2001. Ces hausses de prix modérées à l'amont de la chaîne de production reflètent en partie la faible hausse des prix à l'importation consécutive à l'appréciation de l'euro en 2002. De plus, les conditions de la demande sont restées relativement faibles tout au long de l'année, ce qui a empêché les entreprises industrielles d'augmenter leurs prix.

La composante « énergie » des prix à la production industrielle a diminué de 2,4 % en 2002, après avoir augmenté de 2,8 % en 2001. Bien que les cours moyens du pétrole en dollars des États-Unis soient restés globalement inchangés en 2002 par rapport à l'année précédente, ils ont baissé de quelque 5 % en euros. La baisse des prix à la production de l'énergie, en 2002, s'explique dès lors presque entièrement par le

Encadré 4

Les effets de l'introduction des billets et pièces en euros sur les prix à la consommation

Plus de douze mois se sont écoulés depuis que, le 1^{er} janvier 2002, les billets et pièces en euros ont été introduits et que l'ensemble des prix de la zone ont fait l'objet d'une conversion en euros. Dans de nombreux pays de la zone euro, ce basculement a été perçu, par les consommateurs, comme étant à l'origine d'importantes hausses de prix. Cet encadré résume les éléments relatifs aux effets sur les prix du passage à l'euro fiduciaire et passe en revue les raisons pour lesquelles les consommateurs peuvent avoir perçu l'euro comme étant à l'origine des tensions sur les prix. On fait valoir que ces effets seraient essentiellement passagers et que, à plus long terme, la transparence accrue des prix entre pays devrait renforcer la concurrence et contenir les tensions sur les prix.

Certains prix semblent avoir été fortement affectés par le passage à l'euro fiduciaire, mais l'effet global est plus limité

Les effets du passage à l'euro des prix libellés dans les anciennes monnaies de la zone ont été évalués suivant plusieurs méthodes : analyses des évolutions globales des prix, études d'un certain nombre de séries de prix de base de biens et services sélectionnés et enquêtes sur les stratégies de fixation des prix par les entreprises au cours du basculement. Les différences existant entre ces méthodes rendent la comparaison des résultats difficile. En outre, les résultats ne doivent être utilisés qu'à titre d'indication générale de l'effet global, étant donné qu'il est très difficile d'isoler les effets liés purement au passage à l'euro fiduciaire d'autres sources de tensions sur les prix, telles qu'une augmentation de la fiscalité indirecte, des prix réglementés, des salaires ou des prix à l'importation. Ces réserves faites, la plupart des études ont tiré la même conclusion principale : l'introduction de l'euro n'a pas entraîné de hausses généralisées des prix. À titre d'exemple, une étude d'Eurostat, publiée en juillet 2002 et fondée sur six mois de données relatives à l'IPCH de la zone euro, tend à montrer que l'effet de l'introduction des billets et pièces en euros sur l'inflation de la zone euro, au premier semestre 2002, s'inscrit très probablement dans une fourchette de 0,0 à 0,2 point de pourcentage. L'effet de hausse sur les prix pourrait être dû à la répercussion, par les entreprises, auprès des consommateurs, de coûts liés au passage à l'euro fiduciaire, ou à une concentration des changements de prix sur la période. En outre, il se peut que des entreprises aient procédé à des arrondis de prix en euros pour les rendre plus attractifs, ou tenté d'accroître leurs marges bénéficiaires¹.

L'effet du passage à l'euro fiduciaire a peut-être varié d'un pays à l'autre ; en France, par exemple, l'effet sur l'indice des prix à la consommation a été estimé à 0,2 point de pourcentage, alors qu'aux Pays-Bas cet effet a peut-être entraîné une hausse de 0,6 point de pourcentage de l'indice². Les différences entre pays pourraient être liées à des degrés différents de concurrence sur les marchés locaux (liés à l'importance relative des petits commerçants par rapport aux grands), et aux variations de la demande dans les pays respectifs.

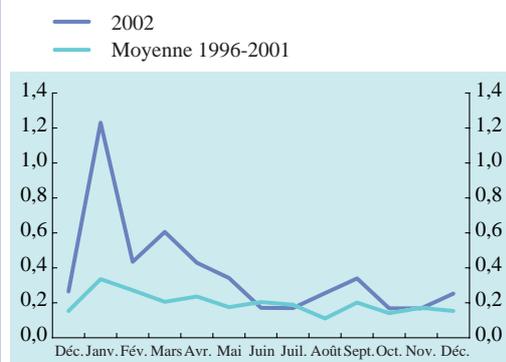
Il ressort des données disponibles que les effets de prix ont été concentrés principalement dans des domaines spécifiques du secteur des services, ce que de nombreux consommateurs ont également constaté. En particulier, les prix de services tels que ceux des restaurants et cafés, des salons de coiffure et des teintureries, semblent avoir progressé sensiblement dans l'ensemble des pays de la zone euro à la suite de l'introduction de l'euro fiduciaire. Les hausses de prix d'un certain nombre de ces postes de l'IPCH ont été exceptionnellement élevées, au cours de 2002, par rapport aux évolutions moyennes des années précédentes. En janvier 2002, par exemple, l'augmentation mensuelle des prix dans les restaurants et cafés de la zone euro, dont la pondération dans l'IPCH de la zone est de 6,7 % en 2002, a été plus de trois fois supérieure à la hausse moyenne du mois correspondant des années comprises entre 1996 et 2001 (cf. graphique A). Des évolutions de prix similaires ont été observées en ce qui concerne les salons de coiffure (pondération de 1,1 % dans l'IPCH, cf. graphique B) et d'autres

¹ Pour une explication plus approfondie de ces effets sur les prix, cf. l'encadré 3 du Rapport annuel 2001 de la BCE

² Cf. L'impact à court terme sur les prix du passage à l'euro fiduciaire, Bulletin de la Banque de France, septembre 2002, et Getting used to the euro, Bulletin trimestriel de la De Nederlandsche Bank, septembre 2002

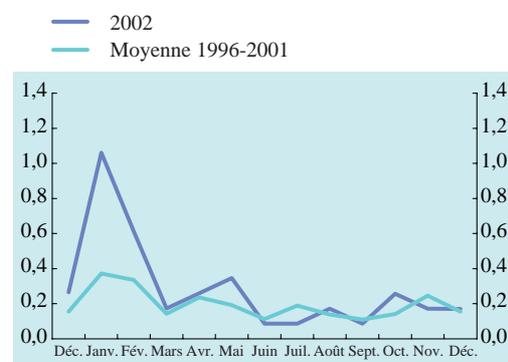
Graphique A : Prix des restaurants et des cafés

(variations mensuelles en pourcentage)



Graphique B : Prix des coiffeurs

(variations mensuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

services. Pour la plupart de ceux-ci, les hausses de prix, dans la zone euro, ont également été assez élevées par rapport à celles enregistrées dans les pays de l'UE ne faisant pas partie de la zone. Alors que les hausses de prix supérieures à la moyenne pourraient théoriquement être dues également à des facteurs autres que le passage à l'euro fiduciaire, il est difficile de les imputer à ces derniers.

En ce qui concerne les prix des biens, qui entrent en ligne de compte pour près de 60 % des dépenses de consommation privée de la zone euro, ils ne semblent pas, globalement, avoir été affectés considérablement par le basculement. Cependant, celui-ci a peut-être entraîné, dans l'ensemble des pays, des hausses de prix de certains biens de faible valeur, qui sont fréquemment achetés par les ménages, tels que les produits de boulangerie et les journaux. En raison de leur bas niveau de prix, tout effet d'arrondi peut être assez puissant en termes de variations en pourcentage. En revanche, pour les biens de valeur plus importante, en particulier les biens de consommation durable, il semble qu'il y ait eu une tendance à l'arrondi de prix vers le bas, compte tenu du progrès technique et de la concurrence relativement forte sur ces marchés.

Si la dynamique des prix des postes apparemment affectés par le passage à l'euro fiduciaire a continué d'être forte pendant plusieurs mois en 2002, il apparaît qu'elle s'est généralement normalisée ou s'est même affaiblie au cours des derniers mois. Cela semble montrer que l'effet sur l'inflation ne sera que temporaire, bien que d'autres effets puissent encore s'exercer, le processus d'ajustement à de nouveaux prix attractifs en euros ne semblant pas encore achevé³. En outre, on peut s'attendre à une certaine persistance de cet effet dans les pays où subsistent certaines formes d'indexation salariale. Il ne devrait pas y avoir d'effets permanents à long terme, une fois que le comportement des consommateurs se sera adapté à la nouvelle structure des prix. Au contraire, l'euro devrait avoir un effet restrictif sur les hausses de prix, puisqu'il renforcera la transparence des prix et la concurrence dans la zone euro. De plus, ces avantages auront un caractère permanent.

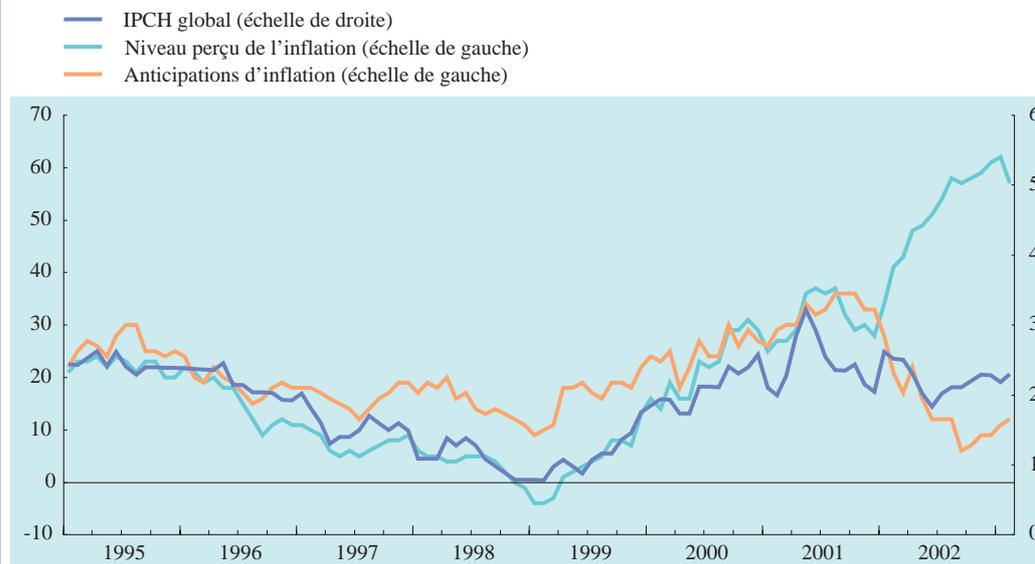
La perception de l'inflation par les consommateurs a été orientée à la hausse

Les résultats d'études empiriques sur les effets du passage à l'euro fiduciaire contrastent nettement avec l'impression générale des consommateurs de la zone euro. Selon l'Eurobaromètre de la Commission européenne de novembre 2002, plus de 80 % des consommateurs de la zone euro pensent que la conversion de prix en euros s'est accompagnée d'importantes hausses de prix. Cela s'est traduit par une forte progression de l'indicateur de la Commission européenne relatif au niveau perçu de l'inflation, progression qui a démarré en janvier 2002 pour se poursuivre tout au long de l'année (cf. graphique C). Cette évolution, commune à la plupart

³ Cf., par exemple, Consumer prices and the changeover from Deutsche Mark to euro, Bulletin mensuel de la Deutsche Bundesbank, juillet 2002

Graphique C : Niveau perçu de l'inflation, anticipations d'inflation et inflation mesurée par l'IPCH global

(soldes en pourcentage ; variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



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

Notes : Les indicateurs de la Commission européenne sur le niveau perçu de l'inflation et sur les anticipations d'inflation prennent la forme statistique d'un solde et ne peuvent être directement rapportés au niveau du taux effectif d'inflation. Pour les périodes antérieures à 2001, les données de l'IPCH n'incluent pas la Grèce.

des pays de la zone euro, a différé sensiblement de l'évolution effective de l'inflation mesurée par l'IPCH, qui a diminué au cours de la même période, entraînant un écart croissant entre l'inflation perçue et l'inflation effective.

L'écart entre l'évolution de l'inflation perçue et celle de l'inflation effective s'explique peut-être par le fait que les consommateurs attachent une grande importance à l'évolution des prix de biens et services spécifiques qu'ils achètent plus fréquemment, tandis qu'ils sont moins conscients de l'évolution des prix d'articles de montant élevé, tels que les biens durables, qu'ils achètent moins souvent. Il existe des indications selon lesquelles, dans certains cas, le passage à des prix libellés en euros s'est traduit en effet par des hausses de prix importantes, phénomène sur lequel se sont focalisés les médias et qui a fait l'objet de l'attention des consommateurs. Les prix de certains articles achetés au jour le jour, tels que les légumes, ont également augmenté considérablement début 2002. Alors que des facteurs autres que le passage à l'euro fiduciaire, tels que les mauvaises conditions météorologiques, expliquent dans une large mesure ces hausses de prix, le public semble avoir également relié celles-ci à ce passage. Bien que les rythmes de progression annuelle de plusieurs de ces articles aient commencé à fléchir au cours du deuxième trimestre 2002, l'indicateur de l'inflation perçue a continué d'augmenter.

Par conséquent, la question demeure de savoir comment expliquer la persistance de l'écart entre l'inflation perçue et l'inflation effective. Un facteur possible semble être le fait que les consommateurs sont peu familiarisés aux prix libellés en euros. Dans la comparaison des nouveaux prix en euros aux anciens prix en monnaie nationale, les calculs empiriques peuvent également aider à comprendre les perceptions d'inflation dans certains pays. En outre, il est clair que la diversité des prix pour un même produit a considérablement augmenté à la suite du passage à l'euro fiduciaire. Ce nombre accru de prix différents peut avoir suscité une certaine confusion chez les consommateurs, qui ont sans doute besoin de plus de temps pour s'adapter à la nouvelle structure des prix⁴. Globalement, si plusieurs facteurs peuvent servir à expliquer la persistance du taux

⁴ Cf., par exemple, L'adaptation des prix au passage à l'euro, Banque nationale de Belgique (www.nbb.be)

élevé de l'inflation perçue, la plupart tendraient à montrer qu'il ne s'agit que d'un phénomène temporaire, ce qu'indique également la forte baisse des anticipations d'inflation durant la majeure partie de l'année 2002 (cf. également le graphique C).

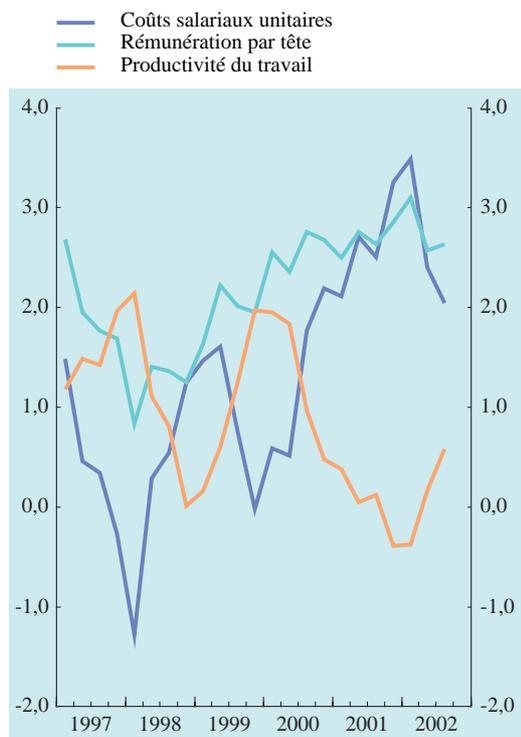
Dans l'ensemble, si les consommateurs ont signalé des hausses de prix extrêmes dans le contexte du passage à l'euro fiduciaire, il apparaît que celles-ci ont surtout été des cas isolés d'une importance globale très limitée. À cet égard, les consommateurs jouent un rôle important en manifestant leur peu d'empressement à acheter certains biens spécifiques pour lesquels des hausses de prix injustifiées ont clairement eu lieu. De surcroît, les biens et services affectés par le passage à l'euro fiduciaire ne représentent qu'une part relativement faible du panier global de biens et services composant l'indice IPCH. Par conséquent, seule une part relativement limitée de la hausse de l'IPCH, dans la zone euro, pourrait éventuellement être imputée au passage à l'euro fiduciaire en 2002. Ces effets sur la hausse de l'IPCH seront essentiellement passagers et la transparence accrue des prix entre pays de la zone, suscitée par le passage à l'euro fiduciaire devrait, à plus long terme, accroître la concurrence et limiter les tensions sur les prix.

renforcement de l'euro vis-à-vis du dollar. La baisse des rythmes de progression annuelle des prix des biens intermédiaires et de

consommation a également contribué à la réduction de la hausse globale des prix à la production. Le ralentissement de la hausse des prix des biens de consommation est lié à des augmentations de prix moins élevées des biens durables et non durables. La progression annuelle moyenne des prix des biens d'équipement est ressortie à 1,0 % en 2002 et n'a pas varié par rapport à 2001.

Graphique 18 Coûts salariaux unitaires, rémunération par tête et productivité du travail dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Source : Eurostat
Note : Ensemble de l'économie ; les données concernent l'Euro 12 (y compris pour les périodes antérieures à 2001).

La croissance annuelle de la rémunération par tête est restée globalement inchangée en 2002 malgré l'atonie des marchés du travail

Depuis 1999, il s'est produit une hausse progressive des taux de croissance de la quasi-totalité des coûts de main-d'œuvre et des indicateurs salariaux de la zone euro dans son ensemble. Ce mouvement de hausse s'est poursuivi en 2001 et début 2002, malgré l'affaiblissement de l'activité économique et la hausse du chômage.

Le taux de croissance annuel de la rémunération par tête s'est établi en moyenne à 2,8 % durant les trois premiers trimestres 2002, taux légèrement plus élevé qu'en 2001 (cf. graphique 18). En outre, l'augmentation sur un an des coûts horaires totaux de main-d'œuvre et des salaires mensuels bruts a été plus élevée durant les trois premiers trimestres 2002 qu'en 2001.

Cependant, les données disponibles par pays n'indiquent pas de nouvelle accélération des coûts de main-d'œuvre vers la fin 2002, ce que confirment les évolutions du taux de croissance annuel des salaires négociés, qui a ralenti au second semestre 2002.

Par rapport à 2001, l'augmentation annuelle de la productivité du travail a été légèrement plus forte, en moyenne, durant les trois premiers trimestres 2002, même si elle est restée à un niveau peu élevé. En raison des évolutions cycliques, la croissance de la productivité du travail a repris aux deuxième et troisième trimestres 2002, après deux trimestres de croissance annuelle négative. Par conséquent, la croissance des coûts

salariaux unitaires pour l'économie de la zone euro dans son ensemble est revenue de 3,5 %, en glissement annuel, au premier trimestre à 2,4 % au deuxième trimestre et 2,0 % au troisième. L'évolution des marges bénéficiaires, mesurée de façon approximative par l'écart entre les taux annuels de croissance du déflateur du PIB et les coûts salariaux unitaires, indique que le ralentissement de l'activité a eu des incidences négatives sur les bénéfices. Toutefois, le redressement cyclique de la croissance de la productivité observée courant 2002 a réduit la progression des coûts salariaux unitaires et, par conséquent, les pressions à la baisse sur les marges.

4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail

L'activité économique a été atone en 2002

Malgré des signes encourageants au début de l'année, la morosité économique a continué de prévaloir en 2002. La reprise amorcée en début d'année ne s'est pas renforcée et les taux de croissance trimestriels du PIB en volume sont restés tout au long de l'année à des niveaux inférieurs à la croissance potentielle du PIB de la zone euro. Au dernier trimestre, de nouveaux signes de faiblesse sont apparus, la croissance trimestrielle du PIB en volume reculant à un bas niveau. Globalement, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume est revenue à 0,8 % en 2002, contre 1,4 % en 2001, ce qui reflète l'incidence négative de 2001 sur l'acquis de croissance pour 2002, conjugué avec des taux de croissance trimestriels faibles au cours de l'année (cf. tableau 7).

Dans le contexte du ralentissement prolongé de la croissance depuis fin 2000, qui a contribué à une contraction relativement forte de la formation brute de capital fixe, l'excédent des capacités de production est resté modeste en 2002. En moyenne, le taux

d'utilisation des capacités de production dans le secteur industriel a été proche de sa moyenne de long terme, alors que le taux de chômage n'a que modérément augmenté et est resté inférieur à celui enregistré en 2000.

La faible croissance en 2002 a résulté d'un ensemble de chocs défavorables qui ont contribué à un regain d'incertitude et au recul des anticipations d'une reprise rapide. Les tensions géopolitiques, qui ont eu une incidence négative sur les cours du pétrole et la confiance, la forte baisse de la valeur des actions et la persistance des déséquilibres mondiaux ont contribué à atténuer la vigueur de l'activité économique dans le courant de l'année.

Compte tenu de la morosité du contexte économique, il est important de mettre en œuvre les réformes structurelles prévues pour accroître la confiance dans la croissance de l'activité et de l'emploi. À cet égard, l'encadré 6 passe en revue les progrès effectués dans le cadre du programme de réformes de l'UE.

Tableau 7**Structure de la croissance du PIB en volume dans la zone euro***(variations en pourcentage, sauf indication contraire ; données cvs)*

	Taux annuels ¹⁾					Taux trimestriels ²⁾							
	2000	2001	2002	2001 T4	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4	2001 T4	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4
Produit intérieur brut en volume	3,5	1,4	0,8	0,5	0,3	0,6	0,9	1,3	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,2
<i>dont :</i>													
Demande intérieure	2,9	0,9	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,4	0,8	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4
Consommation privée	2,5	1,8	0,6	1,6	0,5	0,4	0,6	1,0	0,0	-0,2	0,4	0,4	0,4
Consommation publique	2,0	2,1	2,5	1,6	2,0	2,6	2,7	2,6	0,6	0,7	0,9	0,3	0,5
FBCF	4,9	-0,6	-2,5	-2,5	-2,5	-3,2	-2,6	-1,8	-0,9	-0,2	-1,3	-0,2	-0,1
Variation des stocks ^{3) 4)}	0,0	-0,4	-0,1	-0,7	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Exportations nettes ³⁾	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,8	0,5	0,5	-0,2	0,4	0,1	0,2	-0,2
Exportations ⁵⁾	12,6	2,8	1,2	-2,8	-2,4	0,6	2,7	4,1	-1,2	0,2	1,7	2,1	0,0
Importations ⁵⁾	11,3	1,5	-0,3	-4,1	-3,9	-1,5	1,5	3,0	-0,8	-1,0	1,5	1,8	0,6
Valeur ajoutée brute en termes réels :													
<i>dont :</i>													
Industrie hors construction	4,0	1,1	0,2	-1,5	-1,8	0,1	0,7	1,7	-1,3	0,9	0,6	0,5	-0,4
Construction	2,4	-0,6	-1,5	-0,6	-0,6	-1,6	-1,8	-2,0	0,0	-0,7	-1,0	-0,1	-0,2
Services marchands ⁶⁾	4,8	2,6	1,3	1,7	1,3	1,2	1,2	1,5	0,1	0,3	0,5	0,3	0,4

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

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

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

6) Comprend le commerce, les transports, les communications, la finance et les services aux entreprises.

La contribution plus faible de la demande intérieure explique que le ralentissement de la croissance annuelle du PIB en volume en 2002 se soit poursuivi

En comparaison avec 2001, le fléchissement de la croissance annuelle moyenne du PIB en volume en 2002 s'explique par une contribution moindre de la demande intérieure à l'activité économique. La faiblesse de la demande intérieure résulte d'une réduction significative de l'investissement, compensée seulement en partie par une progression modeste de la consommation privée.

La formation brute de capital fixe a reculé en moyenne de 2,5 % en 2002, en repli pour la deuxième année consécutive (cf. tableau 7). La contraction de l'investissement pourrait être liée à plusieurs facteurs. Premièrement,

les perspectives d'un redressement vigoureux dans la zone euro se sont dégradées dans le courant de l'année, ce qui a amené les entreprises à revoir à la baisse leurs projets d'investissement. Deuxièmement, la rentabilité des entreprises a subi le contrecoup du ralentissement économique. Le comportement adopté en matière de fixation des prix, dans un souci de préserver les parts de marché à l'exportation étant donné l'appréciation de l'euro, a peut-être aussi exercé une pression à la baisse sur les résultats des entreprises. Troisièmement, le net repli des cours des actions en 2002 a entraîné une hausse des coûts du financement par émission d'actions, ce qui peut avoir, en retour, affecté les dépenses d'investissement. Quatrièmement, l'élargissement des écarts de rendement constatés sur les obligations du secteur privé et des écarts de taux débiteurs à long terme des banques de dépôts a sans

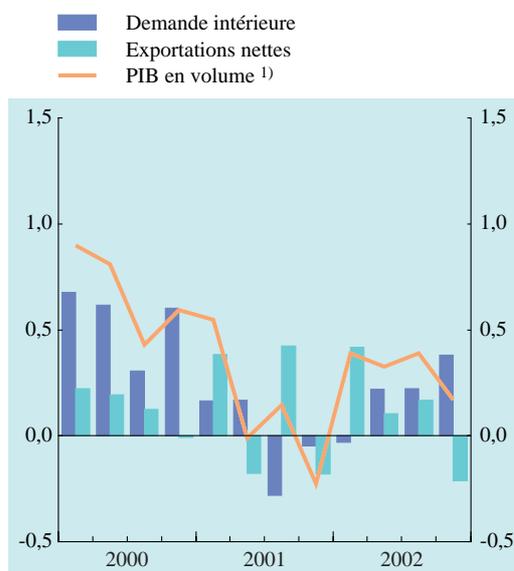
doute également entraîné un durcissement des conditions de financement malgré le bas niveau des taux d'intérêt (cf. encadré 3). Enfin, le ralentissement de la croissance des revenus réels des ménages et l'accroissement de l'incertitude ont également eu un effet négatif sur l'investissement résidentiel. Selon les estimations, ce dernier a baissé d'environ 2 % en 2002.

En 2002, la consommation privée a pâti de la morosité du climat conjoncturel et du degré élevé d'incertitude. Globalement, la consommation privée s'est accrue en moyenne de 0,6 % sur l'ensemble de l'année (cf. tableau 7). Plus particulièrement, on estime que le revenu réel disponible des ménages a progressé moins nettement en 2002 qu'en 2001, en raison surtout de la croissance plus faible de l'emploi. Cette incidence a été partiellement compensée par une augmentation modérée de la croissance des salaires réels en 2002, résultant essentiellement d'une inflation légèrement moindre. On estime que la contribution des transferts publics nets, des impôts et des cotisations sociales à la croissance du revenu des ménages est demeurée relativement stable entre 2001 et 2002.

Selon les estimations, le taux d'épargne des ménages a augmenté en 2002. Début 2002, la progression du taux d'épargne s'explique par les événements du 11 septembre 2001 et, dans une moindre mesure, par le passage à l'euro fiduciaire, qui a provoqué une hausse du taux d'inflation perçu par les consommateurs (cf. encadré 4) et dissuadé les ménages d'effectuer des achats importants. La sensible diminution du cours des actions a, par la suite, exercé de nouvelles pressions à la hausse sur le taux d'épargne, en réduisant le patrimoine des ménages et en détériorant la confiance (cf. graphique 20). Toutefois, l'incidence négative de la baisse du cours des actions sur la richesse nette des ménages pourrait avoir été partiellement compensée par la progression des prix de l'immobilier résidentiel dans certaines régions de la zone euro. De plus, les fortes tensions géopolitiques et la détérioration progressive des conditions

Graphique 19 Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume dans la zone euro

(contributions trimestrielles en points de pourcentage ; cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

du marché du travail ont probablement incité les ménages à accroître leur épargne de précaution.

Les variations de stocks n'ont pas contribué à la croissance du PIB en volume, contrairement aux exportations nettes

Après avoir été fortement négative en 2001, la contribution, en moyenne, des stocks à la croissance du PIB en volume a été quasi nulle en 2002. Une amélioration des anticipations des entreprises en début d'année a mis fin à une période prolongée de déstockage. Au second semestre, cependant, le rythme décevant de l'activité économique a incité les entreprises à réviser à la baisse le niveau souhaitable des stocks, empêchant ainsi les variations de stocks d'apporter une contribution significative à la croissance du PIB en volume.

En 2002, la croissance annuelle moyenne en volume des importations et des exportations de biens et services (y compris les échanges

commerciaux intra-zone euro) a continué de régresser, pour s'établir, respectivement, à - 0,3 % et 1,2 %. Cette évolution résulte partiellement de la contraction marquée du volume des échanges au second semestre 2001, qui a eu une incidence nettement négative sur l'évolution enregistrée en 2002. Cependant, une reprise du volume des échanges a été observée en milieu d'année. Les exportations ont été soutenues par une hausse de la demande mondiale, et les importations se sont également renforcées vers la mi-2002. Au dernier trimestre, la croissance des importations et des exportations a cependant marqué le pas et la contribution des exportations nettes est devenue négative. En moyenne sur 2002, la contribution de ces dernières à l'activité économique est demeurée importante, compte tenu de la contraction du volume des importations.

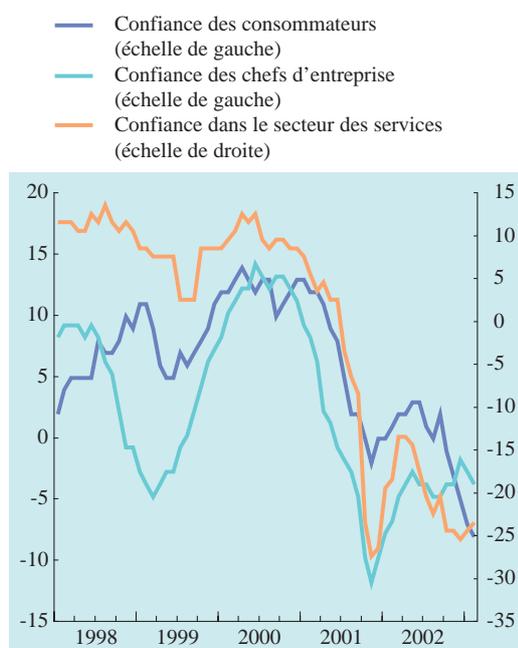
Le secteur des services est resté l'élément moteur de l'activité économique en 2002

Selon les données des comptes nationaux, la valeur ajoutée dans l'industrie, hors construction, a légèrement progressé en 2002, de 0,2 %. Cette faible hausse résulte principalement de l'acquis de croissance négatif de 2001, alors que l'activité industrielle reprenait au premier semestre de l'année (cf. tableau 7). Selon les données de la production industrielle, ce redressement en début d'année est attribuable à la production de biens intermédiaires (cf. tableau 8), parallèlement au retournement du cycle de constitution des stocks et de la demande étrangère (cf. graphique 21). Au second semestre 2002, l'activité industrielle a perdu un peu de vigueur, reflétant la détérioration des évolutions économiques effectives et attendues, bien que les taux de croissance en

Graphique 20

Indicateurs de confiance dans la zone euro

(soldes en pourcentage)



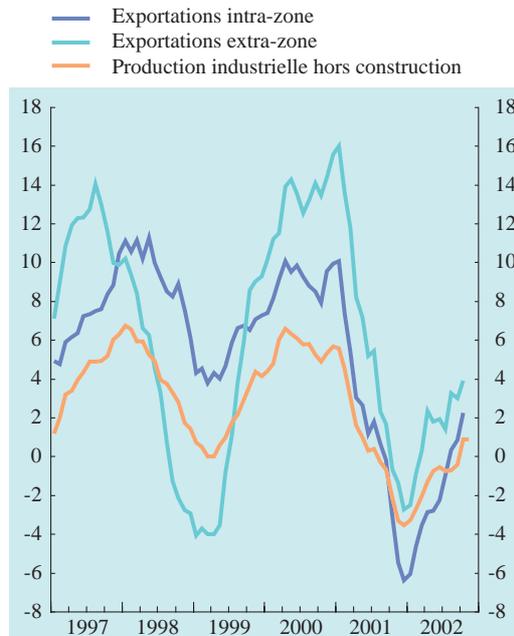
Source : Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs

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

Graphique 21

Exportations de biens et production industrielle de la zone euro

(en volume, variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les données sont calculées à partir de moyennes mobiles centrées sur trois mois.

Tableau 8**Production industrielle de la zone euro***(variations en pourcentage)*

	Taux annuels ¹⁾					Taux trimestriels ²⁾							
	2000	2001	2002	2001 T4	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4	2001 T4	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4
Ensemble de l'industrie hors construction	5,5	0,4	-0,7	-3,6	-2,7	-0,6	-0,5	0,9	-1,8	0,6	0,6	-0,1	-0,1
<i>par grandes catégories :</i>													
Ensemble de l'industrie hors construction et énergie	6,0	0,2	-0,9	-4,7	-3,2	-0,9	-0,8	1,2	-2,3	0,9	0,5	0,0	-0,2
Biens intermédiaires	5,9	-0,8	0,3	-6,0	-2,1	0,3	0,7	2,3	-2,6	2,3	0,7	0,2	-0,9
Biens d'équipement	9,4	1,3	-2,6	-4,9	-6,7	-2,7	-1,9	1,0	-2,5	-0,6	0,8	0,2	0,3
Biens de consommation	2,2	0,4	-1,0	-2,6	-1,2	-0,9	-1,9	-0,1	-2,0	0,3	0,2	-0,5	-0,1
Biens durables	6,5	-2,5	-4,9	-7,4	-6,7	-5,8	-3,9	-3,0	-3,7	-0,5	-0,9	0,6	-2,4
Biens non durables	1,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,1	-1,5	0,5	-1,7	0,5	0,4	-0,6	0,3
Énergie	1,9	1,2	0,7	3,5	1,2	2,1	0,7	-1,0	1,9	-1,6	1,1	-0,5	0,2
Industrie manufacturière	5,9	0,2	-1,0	-4,6	-3,4	-1,0	-0,7	1,2	-2,3	0,8	0,6	0,0	-0,2

*Sources : Eurostat et calculs de la BCE*1) *Variation en pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente, calculée sur la base de données corrigées de la variation du nombre de jours ouvrables*2) *Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent, calculée sur la base de données corrigées des variations saisonnières et de la variation du nombre de jours ouvrables*

glissement annuel aient continué d'augmenter, en raison des effets de base favorables résultant de la faible activité du second semestre 2001. La production du secteur de la construction, mesurée par la valeur ajoutée réelle, s'est contractée de 1,5 % en 2002. La faiblesse de l'activité du secteur de la construction est due en grande partie à la persistance d'évolutions défavorables en Allemagne. La détérioration du climat économique général dans la zone euro et le degré élevé d'incertitude ont également joué un rôle important.

En revanche, la valeur ajoutée du secteur des services a continué de croître en 2002, à un rythme toutefois inférieur à celui de 2001. L'activité des services marchands a progressé de 1,3 % (cf. tableau 7), restant ainsi le principal facteur de la croissance économique en 2002. La hausse trimestrielle de la valeur ajoutée de ce secteur est restée globalement inchangée tout au long de l'année.

Le degré de dispersion des taux de croissance du PIB en volume entre les pays de la zone euro a diminué en 2002

Le degré de dispersion des taux de croissance du PIB en volume entre les pays de la zone euro a reculé en 2002. L'écart entre le pays où le taux de croissance est le plus élevé et celui où le taux est le plus faible a baissé, revenant à 4,1 points de pourcentage, contre 5,0 points de pourcentage en 2001. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume a fléchi dans tous les pays de la zone euro, à l'exception de la Finlande. Le ralentissement constaté en 2002 s'est traduit dans plusieurs pays par de faibles taux de croissance annuelle moyenne du PIB en volume. En effet, le PIB en volume de certains pays n'a presque pas augmenté en 2002.

La croissance de l'emploi a continué de fléchir en 2002

Les effets du ralentissement économique ont progressivement eu des répercussions sur les marchés du travail en 2002 et les taux de variation trimestriels de l'emploi total sont devenus négatifs au second semestre.

Tableau 9**Évolutions du marché du travail de la zone euro***(variations annuelles en pourcentage et pourcentages)*

	Variations annuelles									Variations trimestrielles				
	1999	2000	2001	2002	2001 T4	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4	2001 T4	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4
Population active	0,9	1,0	0,9	.	0,7	0,8	0,8	0,7	.	0,3	0,2	0,2	0,1	.
Emploi	1,8	2,1	1,4	.	0,9	0,7	0,5	0,3	.	0,2	0,1	0,0	-0,1	.
Agriculture ¹⁾	-2,4	-1,6	-0,8	.	-1,6	-2,3	-1,9	-1,9	.	-0,5	-0,4	-0,2	-0,9	.
Industrie ²⁾	0,3	0,9	0,3	.	-0,4	-1,0	-1,0	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.
– hors construction	-0,2	0,6	0,3	.	-0,5	-1,1	-1,1	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.
– construction	2,0	1,7	0,3	.	-0,2	-0,6	-0,7	-1,3	.	-0,2	-0,3	-0,1	-0,7	.
Services ³⁾	2,7	2,9	2,0	.	1,6	1,6	1,3	1,0	.	0,4	0,3	0,1	0,2	.
Taux de chômage ⁴⁾														
Total	9,4	8,5	8,0	8,3	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	-	-	-	-	-
Moins de 25 ans	18,5	16,6	15,6	16,1	15,7	15,8	16,1	16,2	16,3	-	-	-	-	-
25 ans et plus	8,2	7,4	7,0	7,3	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	-	-	-	-	-

Sources : Données nationales et calculs de la BCE en ce qui concerne les données relatives à la population active ; Eurostat pour les données relatives à l'emploi et au chômage

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

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

3) Hors organismes extraterritoriaux et organisations extraterritoriales

4) En pourcentage de la population active ; données établies conformément aux recommandations de l'OIT

D'après les données nationales disponibles, la croissance de l'emploi total est estimée à 0,4 % en 2002 contre 1,4 % pour l'année précédente. En comparaison avec les phases de ralentissement économique observées pendant les années quatre-vingt-dix, la croissance de l'emploi dans la zone euro est restée relativement résistante durant une grande partie de 2002. Ceci pourrait partiellement s'expliquer par le fait que de nombreuses sociétés prévoyaient, début 2002, un ralentissement de courte durée. Toutefois, l'activité étant restée faible, la situation sur le marché du travail s'est dégradée au second semestre de l'année (cf. tableau 9).

En ce qui concerne les évolutions sectorielles en 2002, la croissance annuelle de l'emploi est devenue négative dans les secteurs industriels (tant dans la construction que dans l'industrie hors construction), tandis que les créations nettes d'emplois se sont poursuivies dans le secteur des services. L'emploi dans le secteur des services a néanmoins subi un ralentissement marqué par rapport à 2001. En particulier, dans le domaine des services

financiers et aux entreprises, branches du secteur des services les plus créatrices nettes d'emplois ces dernières années, la croissance de l'emploi a été, en 2002, inférieure de plus de moitié au résultat enregistré en 2001. Elle a également fléchi de manière notable dans les autres services marchands (à savoir le commerce, les transports et les communications), dans une mesure légèrement moindre toutefois.

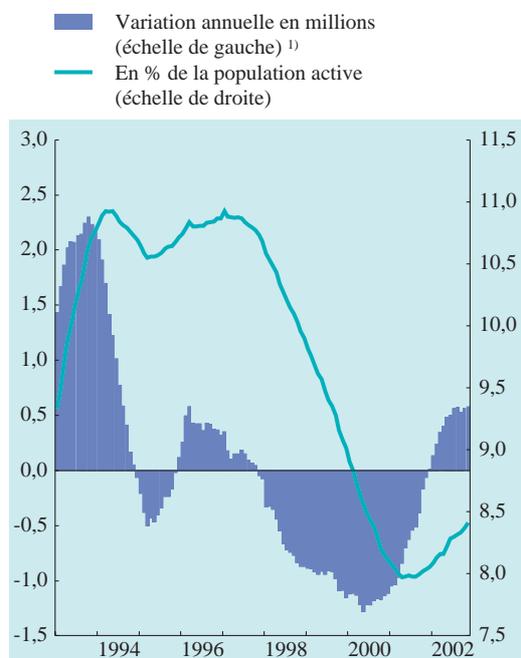
Une hausse progressive du chômage a été observée en 2002

Parallèlement au ralentissement de la croissance de l'emploi, le taux de chômage standardisé de la zone euro s'est accru graduellement tout au long de 2002 pour atteindre une moyenne de 8,3 % pour l'ensemble de l'année, soit 0,3 point de pourcentage de plus qu'en 2001 (cf. graphique 22). Après quatre années consécutives de recul, le nombre de chômeurs dans la zone euro a augmenté pour atteindre une moyenne de 11,4 millions de personnes en 2002.

Graphique 22

Chômage dans la zone euro

(données mensuelles ; cvs)



Source : Eurostat

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

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

Hommes et femmes de toutes les tranches d'âge ont été affectés par la montée du chômage. Le taux de chômage des jeunes s'est élevé à 16,1 % en 2002, soit 0,5 point de pourcentage de plus qu'en 2001, tandis que le taux de chômage des personnes âgées de 25 ans au moins est passé de 7,0 % en 2001 à 7,3 % en 2002. L'écart entre le taux de chômage des jeunes et des autres tranches d'âge n'a ainsi pratiquement pas changé en 2002 par rapport à 2001. De plus, si les hommes comme les femmes ont été touchés par la hausse du chômage, la différence entre

les taux de chômage moyens masculin (7,2 % en 2002) et féminin (9,8 % en 2002) a continué de se réduire progressivement tout au long de l'année. Cela pourrait indiquer que les groupes qui, traditionnellement, sont les plus fortement touchés par la dégradation du marché du travail (à savoir les jeunes et les femmes) ne semblent pas avoir souffert davantage en termes relatifs du ralentissement économique, surtout par rapport aux ralentissements survenus dans les années quatre-vingt-dix. La croissance du chômage a touché la plupart des pays de la zone euro et le degré de dispersion entre pays n'a pratiquement pas changé.

Enfin, on estime que la croissance de la population active (c'est-à-dire les personnes ayant effectivement un emploi et les chômeurs) s'est légèrement ralentie en 2002, en liaison avec la faiblesse prolongée de l'activité et l'augmentation du chômage qui a eu tendance à décourager l'entrée dans la vie active.

En définitive, bien que la croissance de l'emploi dans la zone euro soit restée relativement résistante jusqu'au second semestre de 2002, les marchés du travail ont subi une dégradation progressive, liée en grande partie aux effets retardés du ralentissement de l'activité économique. Ces évolutions ont particulièrement démontré la nécessité de poursuivre les efforts entrepris dans la mise en œuvre des réformes des marchés du travail et la maîtrise de l'évolution des salaires afin de favoriser la croissance de l'emploi, ce qui permettra d'améliorer les performances des marchés du travail et d'amortir l'incidence des ralentissements conjoncturels (cf. encadré 5).

Encadré 5

Les avancées limitées des réformes structurelles des marchés de biens et services et du travail dans la zone euro

Des réformes structurelles des marchés de biens et services et du travail renforcent le potentiel de croissance et favorisent l'ajustement au changement économique. En mars 2000, le Conseil européen de Lisbonne a reconnu l'importance de la modernisation du cadre réglementaire et lancé un programme de réformes ambitieux destiné à faire de l'Union européenne l'économie fondée sur la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde d'ici 2010. Depuis lors, l'environnement économique s'est considérablement dégradé. La mise en œuvre du programme de Lisbonne menée de façon déterminée en devient d'autant plus importante pour renforcer la confiance et pour améliorer les conditions propices à l'activité économique et à la croissance de l'emploi. Dans cette optique, cet encadré passe brièvement en revue les progrès réalisés ces dernières années, plus particulièrement en 2002, dans l'application du calendrier des réformes de l'UE. Cette évaluation est conforme dans les grandes lignes au point de vue exposé par la Commission européenne dans son rapport sur la mise en œuvre des Grandes orientations des politiques économiques en 2002.

Le fonctionnement des marchés de biens et services est suivi et évalué en tant que partie intégrante du processus de Cardiff, tandis que la réforme des marchés du travail est évaluée dans le cadre du processus de Luxembourg. Les deux processus se fondent sur l'examen des réformes, pays par pays, et ils contribuent aux Grandes orientations des politiques économiques, qui définissent les priorités essentielles dans de nombreux domaines de la politique économique. Les recommandations destinées à chaque État membre de l'Union européenne sont établies à partir de ces priorités (cf. chapitre V)¹.

En ce qui concerne les marchés du travail, les Grandes orientations des politiques économiques de 2002 soulignent la nécessité : (1) d'adapter les systèmes de prélèvements et de prestations de manière à rendre le travail plus attrayant sur le plan financier et à inciter à la recherche d'un emploi ; (2) d'améliorer l'efficacité et l'efficience des politiques actives pour l'emploi ; (3) de réduire les obstacles à la mobilité géographique, à l'intérieur des États membres et entre les États membres ; (4) de favoriser la mobilité professionnelle ; (5) de promouvoir une organisation du travail plus souple et d'examiner les réglementations applicables aux contrats d'emploi ; et (6) de supprimer les entraves à l'activité professionnelle des femmes.

Plusieurs pays ont commencé ou poursuivi la mise en œuvre de mesures destinées à rendre le travail plus attrayant sur le plan financier ou à réduire les cotisations sociales patronales. En outre, les efforts se poursuivent en vue d'améliorer le processus de recherche d'un emploi, grâce à l'accroissement de l'efficacité des services de placement et à des exigences plus strictes dans la recherche d'un emploi. Plusieurs pays ont poursuivi leurs efforts en vue d'augmenter la flexibilité de l'organisation du travail. Toutefois, de nombreuses réformes du marché du travail ont à peine été ébauchées. Ainsi, par exemple, des réformes d'ensemble des régimes de retraite et de préretraite destinées à accroître le taux d'activité des travailleurs plus âgés n'ont pas été suffisamment soutenues, et l'attention portée aux réformes des dispositions de protection de l'emploi en vue d'améliorer la mobilité du travail a été faible. En 2002, le rythme de la réforme du marché du travail semble s'être globalement ralenti dans la plupart des pays de la zone euro par rapport aux années précédentes.

Le programme de réformes structurelles des marchés de biens et services s'étend à de nombreux domaines, mis en exergue dans les Grandes orientations des politiques économiques de 2002 : (1) parachever le Marché intérieur ; (2) faire en sorte que la concurrence soit effective ; (3) accélérer les réformes des industries de réseau. Certaines barrières importantes entravent encore le fonctionnement du Marché intérieur, particulièrement dans le domaine des services. Beaucoup d'obstacles semblent être imputables à des réglementations nationales, par exemple des procédures administratives relatives à l'établissement de filiales dans d'autres pays de la zone euro ou l'utilisation de pouvoirs discrétionnaires par les autorités locales. Après une décennie d'amélioration

¹ *Recommandation du Conseil du 21 juin 2002 concernant les Grandes orientations des politiques économiques des États membres et de la Communauté*

continue, le recul du pourcentage de la législation du Marché intérieur de l'UE qui n'a pas encore été transposée dans les lois nationales s'est interrompu en 2002. Ce « déficit de transposition » dans les pays de la zone euro est passé de 2,2 % en octobre 2001 à 2,4 % en octobre 2002. En ce qui concerne le renforcement de la concurrence, certains pays de la zone euro ont pris des mesures destinées à accroître les pouvoirs de leurs autorités de la concurrence et de leurs autorités réglementaires. Un autre instrument qui pourrait être mis en application pour atténuer les distorsions en matière de concurrence est la réduction des aides publiques. Bien que les aides publiques tendent de manière générale à se réduire, elles jouent encore un rôle majeur dans certains secteurs, tels les chemins de fer et le transport aérien. La mise en œuvre de réformes réglementaires s'est poursuivie dans les industries de réseau, à des degrés divers, toutefois, selon les pays et les activités. Les effets des réformes de ces secteurs auparavant protégés se sont traduits par des réductions de prix dans certains d'entre eux, notamment les télécommunications. Cette évolution s'est poursuivie en 2002, à un rythme plus lent cependant.

En résumé, certains progrès ont été observés en 2002 en ce qui concerne la réduction des rigidités structurelles des marchés du travail et de biens et services. Néanmoins, l'approche adoptée par de nombreux pays semble privilégier des démarches partielles plutôt que des efforts en vue d'une vigoureuse réforme d'ensemble. Étant donné que les réformes structurelles ont besoin d'un certain délai avant de porter pleinement leurs fruits, l'approche lente et partielle adoptée par la plupart des États membres face aux réformes structurelles rendra de plus en plus difficile la réalisation des objectifs stratégiques définis dans le programme de Lisbonne. Par ailleurs, un manque de détermination dans la mise en œuvre de réformes globales peut aussi expliquer le faible niveau de confiance dans une reprise économique rapide, ce qui augmente encore l'importance de l'intensification des efforts dans le domaine des réformes structurelles.

5 Les évolutions budgétaires

La détérioration des soldes budgétaires en 2002 est due principalement au ralentissement économique

En 2002, les soldes budgétaires se sont détériorés pour la deuxième année consécutive dans la zone euro. Les dernières données disponibles en provenance d'Eurostat indiquent un déficit moyen de 2,2 % du PIB, contre 1,6 % en 2001 (cf. tableau 10). Cette nette détérioration, reflétée par un niveau moyen de déficit qui n'avait plus été observé depuis 1998, peut être attribuée essentiellement à la faiblesse de l'activité économique, qui a affecté les soldes budgétaires par le biais des stabilisateurs automatiques, et aux évolutions défavorables des recettes fiscales dans certains pays. En outre, d'importantes révisions statistiques des déficits de 2001, des dépassements de dépenses et des réformes fiscales ont eu un effet négatif sur les soldes budgétaires de 2002 dans quelques pays. Dans la quasi-totalité des pays, les objectifs en matière

de solde budgétaire qui étaient envisagés dans les programmes de stabilité présentés à fin 2001 n'ont pu être atteints. Les résultats ont été inférieurs aux objectifs de 1,3 % du PIB en moyenne.

Les évolutions budgétaires ont été particulièrement défavorables dans les pays qui étaient déjà en situation de déséquilibres élevés en 2001. L'Allemagne a enregistré un déficit nettement supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB en 2002. Si l'on ne tient pas compte des recettes provenant de la vente des licences de téléphonie mobile de troisième génération (UMTS), la France a enregistré un déficit de 3,2 %, tandis que les ratios en Italie et au Portugal n'ont pas été très inférieurs à ce chiffre. Le Conseil Ecofin a statué, respectivement, en novembre 2002 et janvier 2003, sur l'existence de déficits excessifs au Portugal pour 2001, et en Allemagne pour 2002. Le Conseil Ecofin a préconisé la mise en œuvre de mesures visant à mettre fin à ces situations, et a

adopté, en janvier 2003, une recommandation d'avertissement précoce destiné à la France. Au total, neuf pays ont enregistré des déficits en 2002, contre six l'année précédente. Seuls la Belgique, le Luxembourg et la Finlande ont enregistré des soldes budgétaires en équilibre ou en excédent.

Le ratio de dépenses des administrations publiques rapporté au PIB de la zone euro n'a plus reculé en 2002, pour la première fois depuis 1993. Le ratio a augmenté de près de 0,5 point de pourcentage, reflétant, entre autres, une progression des dépenses de chômage due à un environnement économique médiocre. Bien qu'un certain dépassement soit apparu dans des catégories spécifiques, telles que les dépenses de santé, aucun dérapage généralisé par rapport aux objectifs n'a été constaté. Les paiements d'intérêts en pourcentage du PIB n'ont diminué que légèrement en 2002. Étant donné qu'aucune réforme fiscale importante n'a été introduite, la faible croissance des recettes fiscales en 2002 peut être attribuée principalement à la faiblesse de l'activité économique. Les fortes réductions d'impôts appliquées les années précédentes et les effets négatifs liés aux évolutions des bénéfices et des prix des actifs ont constitué d'autres facteurs de limitation de la croissance des recettes fiscales.

Le ratio moyen de la dette de la zone euro a fléchi en 2002, de 0,1 point de pourcentage, pour revenir à 69,1 % du PIB. Les ajustements entre déficit et dette, qui laissent le déficit inchangé mais ont un effet sur la dette brute des administrations publiques, ont réduit l'endettement public, de 0,2 point de pourcentage du PIB. En Grèce et en Finlande, ce facteur a contribué fortement à ralentir le rythme de réduction du ratio de la dette. En Belgique, en Grèce et en Italie, le ratio de la dette brute des administrations publiques est resté supérieur à 100 % du PIB. Les ratios de dette ont augmenté dans trois des quatre pays ayant des déficits élevés. En Italie, la diminution du taux d'endettement a résulté principalement d'une opération financière ayant un important effet ponctuel.

Mesurée par l'évolution de l'excédent primaire ajusté du cycle, selon les données de la Commission européenne, l'orientation budgétaire de la zone euro s'est assouplie quelque peu en 2002, comme en 2001. Ce mouvement a été perceptible dans la plupart des pays. Il résulte généralement de recettes insuffisantes, mais dans certains pays, une forte croissance des dépenses a joué un rôle considérable. L'orientation de la politique budgétaire n'est devenue plus restrictive qu'en Espagne, aux Pays-Bas et au Portugal.

Des situations budgétaires saines doivent rester la priorité absolue

Selon les programmes de stabilité introduits fin 2002 et début 2003, le déficit de la zone euro diminuera de 0,4 point de pourcentage en 2003, pour revenir à 1,8 % du PIB. Seule l'Autriche n'avait pas présenté de mise à jour de son programme de stabilité à fin février 2003. Les effets positifs des réductions de dépenses et la baisse continue des paiements d'intérêts compenseront les effets négatifs des faibles taux de croissance économique et de certains allègements fiscaux envisagés. Dans un petit nombre de pays, l'amélioration des prévisions budgétaires provient également des attentes d'une forte reprise économique. Les déficits enregistrés en Allemagne, en France et au Portugal devraient se réduire, mais rester proches de 3 % du PIB en 2003. Des budgets en équilibre sont prévus pour la Belgique et l'Espagne, tandis que le maintien d'un excédent budgétaire est prévu en Finlande. D'autres pays membres s'attendent à enregistrer des déficits faibles à modérés en 2003. Le déficit budgétaire moyen de la zone euro devrait diminuer en 2004, pour ressortir à 1,1 % du PIB, grâce à la poursuite de la reprise économique et de l'assainissement budgétaire dans les pays enregistrant des déficits élevés.

Le solde primaire ajusté du cycle, dans la zone euro, devrait croître de 0,5 % du PIB environ en 2003 et d'un pourcentage globalement similaire en 2004, sur la base des calculs des programmes de stabilité. Le ratio moyen des

Tableau 10**Situations budgétaires dans la zone euro***(en pourcentage du PIB)***Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques**

	1999	2000	2001	2002
Zone euro	-1,3	-1,0	-1,6	-2,2
Belgique	-0,5	0,1	0,3	0,0
Allemagne	-1,5	-1,4	-2,8	-3,6
Grèce	-1,8	-1,9	-1,9	-1,2
Espagne	-1,2	-0,9	-0,1	-0,1
France	-1,8	-1,4	-1,6	-3,2
Irlande	2,3	4,3	1,1	-0,3
Italie	-1,7	-1,8	-2,6	-2,3
Luxembourg	3,5	6,1	6,4	2,6
Pays-Bas	0,7	1,5	0,1	-1,1
Autriche	-2,3	-1,9	0,3	-0,6
Portugal	-2,8	-3,2	-4,2	-2,7
Finlande	2,0	6,9	5,1	4,7

Dettes brutes des administrations publiques

	1999	2000	2001	2002
Zone euro	72,7	70,2	69,2	69,1
Belgique	114,9	109,6	108,5	105,4
Allemagne	61,2	60,2	59,5	60,8
Grèce	105,1	106,2	107,0	104,9
Espagne	63,1	60,5	56,9	54,0
France	58,5	57,2	56,8	59,1
Irlande	49,3	39,3	36,8	34,0
Italie	114,9	110,6	109,5	106,7
Luxembourg	6,0	5,6	5,6	5,7
Pays-Bas	63,1	55,8	52,8	52,6
Autriche	67,5	66,8	67,3	67,9
Portugal	54,3	53,3	55,6	58,0
Finlande	47,0	44,5	43,8	42,7

*Sources : Eurostat ; BCE pour la agrégats de la zone euro**Note : Données établies sur la base du SEC95 et en incluant les informations disponibles le 17 mars 2003. Les soldes budgétaires ne prennent pas en compte les revenus de la cession de licences UMTS.*

dépenses des administrations publiques de la zone euro devrait recommencer à fléchir, grâce aux réductions d'impôts modérées annoncées pour 2003. Les risques pesant sur ces perspectives budgétaires proviennent d'un environnement macroéconomique plus défavorable, de dépassements de dépenses et de nouvelles réductions fiscales.

Le 7 octobre 2002, l'Eurogroupe a arrêté une stratégie budgétaire pour les pays dans lesquels subsistent des déséquilibres. Il a conclu que ces pays devaient poursuivre une réduction constante du déficit budgétaire

structurel (c'est-à-dire du solde net d'effets conjoncturels et, le cas échéant, de mesures ponctuelles) d'au moins 0,5 % du PIB par an. Les pays ayant des déficits excessifs sont invités à renforcer leur assainissement. Tous les ministres, sauf un, sont convenus que cette stratégie devrait déjà être appliquée dans les budgets pour 2003. Il a été admis, en outre, que la stratégie d'ajustement devait être fondée sur des hypothèses économiques réalistes et des mesures clairement définies.

Parmi les pays dans lesquels des déficits budgétaires subsistent, la Grèce, la France et l'Italie ne parviendraient pas à respecter l'exigence d'assainissement minimal en 2003. Par ailleurs, l'Allemagne et le Portugal devraient réduire leurs déficits structurels de plus de 0,5 % du PIB, comme il est nécessaire compte tenu du niveau élevé de leurs déficits, au moyen de mesures d'augmentation des recettes et de réduction des dépenses. En 2002, un déséquilibre budgétaire est à nouveau apparu en Autriche.

Les pays qui enregistrent déjà des situations budgétaires saines doivent veiller à ne pas introduire de nouveaux déséquilibres. Le libre jeu des stabilisateurs automatiques convient aussi bien dans les périodes de ralentissement que de reprise économique. Cependant, l'année 2002 a été marquée par le retour de déficits non négligeables dans certains de ces pays. Cela souligne l'importance du maintien de marges de sécurité budgétaires, notamment en raison de la sensibilité des soldes budgétaires à une variation brutale de l'environnement économique.

Le respect des règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance est propice à la stabilité économique et est, en tant que tel, un complément nécessaire d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix. En outre, la réalisation et le maintien de situations budgétaires saines créent une certaine marge de manœuvre pour relever les défis budgétaires prévisibles, induits par le vieillissement des populations.

Les progrès en matière de réforme structurelle des finances publiques ont été limités

Les conditions économiques actuelles mettent une fois de plus en lumière la nécessité d'une réforme structurelle des finances publiques. Bien qu'il ne soit possible de tirer pleinement profit de leurs avantages qu'à moyen terme, les réformes des finances publiques, au stade actuel, renforceraient la confiance tout en soutenant la croissance

économique à plus court terme. Ce sera particulièrement le cas si elles font partie d'une stratégie globale combinant la limitation des dépenses aux réductions d'impôts et à l'assainissement budgétaire. La discipline budgétaire soutient non seulement la confiance en assurant la soutenabilité des finances publiques, mais elle permet également le libre jeu des stabilisateurs automatiques (cf. encadré 6).

Les réformes structurelles relatives aux dépenses sont particulièrement urgentes. Les éléments à examiner comprennent la fourniture des biens et services publics nécessaires à l'augmentation de la croissance potentielle et les mesures visant à limiter les effets négatifs sur l'incitation au travail suscités par les dispositifs de soutien des revenus. Les réformes fiscales jouent également un rôle essentiel dans l'amélioration du fonctionnement du marché du travail. Compte tenu des effets budgétaires du vieillissement des populations, des réformes bien conçues des recettes et des dépenses publiques sont primordiales pour accroître l'efficacité et promouvoir la croissance économique, réduire les déséquilibres budgétaires, assurer le caractère soutenable des finances publiques à plus long terme et alléger la pression fiscale implicite pesant sur les générations futures.

Aucune réduction ou restructuration importante des dépenses dans un sens favorable à la croissance n'est en cours. En effet, les réformes fiscales, en 2002, ont été limitées par rapport aux années précédentes et les allègements de la fiscalité prévus pour les prochaines années couvertes par les programmes de stabilité sont progressifs. En ce qui concerne le vieillissement des populations, peu de progrès ont été enregistrés dans la mise en place de mesures contribuant au caractère soutenable des finances publiques à plus long terme. Les réformes des retraites ont tout au plus été partielles. L'introduction et l'extension de régimes de retraite par capitalisation, parallèlement et complémentirement à la réforme des régimes de retraite de base,

fondés sur la répartition, s'effectuent très lentement. Globalement, les progrès en ce qui concerne le rôle de soutien de la croissance joué par les finances publiques sont restés limités.

Encadré 6

Les finances publiques et la stabilisation économique

Les finances publiques peuvent soutenir la stabilité économique de plusieurs manières. Premièrement, des finances publiques viables sont essentielles à la stabilité à long terme, étant donné que des niveaux insoutenables de dette et de déficit nuisent à la croissance et finissent par contraindre les pays à procéder à de vastes réajustements aux effets déstabilisateurs. Deuxièmement, la politique budgétaire peut contribuer à la stabilité à court terme en atténuant les fluctuations conjoncturelles. En l'absence de toute action gouvernementale, le budget réagit automatiquement aux fluctuations économiques, fournissant une influence stabilisatrice. Le respect du cadre budgétaire de l'UE préserve à la fois le rôle stabilisateur et le caractère soutenable à long terme des finances publiques.

Le rôle des stabilisateurs automatiques par le biais des dépenses et des recettes publiques

Les stabilisateurs budgétaires automatiques découlent de certaines caractéristiques de la fiscalité et des transferts sociaux ainsi que de l'inertie des principales composantes des dépenses publiques face aux fluctuations économiques. Les recettes fiscales évoluent plus ou moins en phase avec l'activité économique : elles sont élevées en période haute du cycle et faibles en période de ralentissement. À l'exception des dépenses liées au chômage, la majeure partie des dépenses publiques est préalablement engagée dans des budgets annuels et n'est globalement pas affectée par les fluctuations conjoncturelles. La demande totale, et par conséquent l'activité économique, est soutenue en période de ralentissement, une croissance économique plus faible entraînant une diminution de la fiscalité pour les ménages et les entreprises. Pour tirer pleinement profit des avantages liés au fonctionnement des stabilisateurs automatiques, les finances publiques doivent être soutenables, sinon les agents économiques modifient leur comportement en prévision de l'orientation probable des mesures budgétaires.

Une politique budgétaire discrétionnaire ne convient généralement pas à la gestion de la demande à court terme

Dans le passé, les tentatives effectuées visant à gérer la demande globale par le recours à une politique budgétaire discrétionnaire ont été très répandues, mais souvent inefficaces. Les mesures discrétionnaires sont mises en œuvre avec retard et difficiles à annuler, et conduisent ainsi souvent à des politiques budgétaires procycliques. En revanche, les stabilisateurs automatiques entraînent des ajustements opportuns, symétriques et prévisibles, étant donné qu'ils sont directement liés aux composantes structurelles de l'économie. Les politiques discrétionnaires sont surtout nécessaires pour poursuivre l'assainissement budgétaire et modifier la structure des finances publiques.

Le cadre budgétaire de l'UE : soutenabilité et stabilisation

La réalisation et le maintien de finances publiques soutenables et le rôle stabilisateur des politiques budgétaires sont les principaux objectifs du cadre budgétaire de l'UE. Conformément aux dispositions du Traité, les États membres doivent éviter les déficits publics excessifs (article 104), c'est-à-dire le dépassement de la valeur de référence de 3 % du PIB pour le déficit et de celle de 60 % pour le ratio d'endettement, sauf circonstances exceptionnelles. Le Pacte de stabilité et de croissance garantit le rôle stabilisateur des finances publiques à l'intérieur de ce cadre de discipline budgétaire. Aux termes du Pacte, les pays se sont engagés à maintenir une situation budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent à moyen terme afin que les soldes budgétaires puissent fluctuer en fonction du cycle économique sans provoquer un risque de déficits excessifs. Afin d'éviter une politique procyclique inappropriée, les valeurs de référence peuvent être dépassées sans qu'il n'en résulte une procédure de déficit excessif en cas de récession grave ou de circonstances exceptionnelles échappant au contrôle des autorités.

6 L'environnement macroéconomique international, les taux de change et la balance des paiements

La reprise de l'économie mondiale est restée en demi teinte

Après la décélération observée en 2001, une reprise modérée de l'économie mondiale a été enregistrée début 2002. En termes annuels, la croissance mondiale en volume se serait accélérée, pour atteindre 3,1 % en 2002, contre 2,3 % en 2001.

Les performances économiques ont fortement varié selon les zones géographiques. Les principales forces qui ont entraîné le redémarrage ont été la fermeté de la demande des ménages aux États-Unis, une reprise dans les pays asiatiques autres que le Japon, principalement tirée par les exportations, et une croissance relativement soutenue dans les pays candidats à l'adhésion à l'Union européenne. Cependant, dans le courant de 2002, la reprise mondiale s'est révélée moins vigoureuse que prévu, et des incertitudes sont apparues quant à son caractère durable. Les perspectives économiques mondiales ont été particulièrement affectées par la volatilité des marchés financiers, reflétant tant de nouvelles corrections boursières que l'accroissement des tensions géopolitiques.

La reprise aux États-Unis a été plus faible que prévu et des déséquilibres ont persisté, notamment dans le secteur des ménages et au niveau des transactions courantes. Au Japon, le modeste début d'expansion s'est atténué au cours du second semestre, dans un contexte du ralentissement de la demande extérieure. Cependant, la résistance de la demande intérieure dans les pays asiatiques autres que le Japon a soutenu la croissance mondiale au second semestre de 2002, compensant partiellement l'effet du moindre dynamisme de l'économie américaine et de l'atonie de l'activité au Japon.

Aux États-Unis, la croissance du PIB a atteint 2,4 % en 2002, contre seulement 0,3 % pour 2001, année marquée par une contraction de l'économie au cours des trois

premiers trimestres. Dans ce contexte de reprise, la productivité dans le secteur marchand non agricole a augmenté rapidement en 2002. La résistance des dépenses des ménages, fondée sur une croissance vigoureuse de la consommation privée et de l'investissement résidentiel, a apporté une contribution majeure à la croissance du PIB en 2002. En termes annuels, la consommation privée a augmenté de façon assez soutenue (3,1 %) sur l'ensemble de l'année, en dépit d'un ralentissement au quatrième trimestre. La consommation de biens durables, en particulier de véhicules automobiles et de pièces détachées, a apporté une contribution particulièrement importante à la croissance du PIB en été, aiguillonnée par des rabais pratiqués par les commerçants. Un important facteur de soutien des dépenses des ménages tient à l'incidence des réductions d'impôts, qui ont porté la croissance du revenu disponible à 5,9 % en 2002. La bonne orientation du marché du logement constitue un autre facteur de soutien, l'investissement résidentiel bénéficiant de taux hypothécaires historiquement faibles. Cela a compensé dans une certaine mesure l'effet de richesse négatif lié au recul cumulé des cours boursiers. Malgré la fermeté de la croissance de la consommation, le taux d'épargne a progressé, passant de 2,3 % du revenu disponible en 2001 à 3,9 % en 2002, évolution résultant sans doute de l'accroissement des incertitudes lié aux turbulences sur les marchés financiers et à la dégradation progressive des perspectives d'emploi.

L'investissement productif s'est pour sa part à nouveau contracté en 2002, évolution à rapprocher d'une rentabilité relativement faible du secteur des entreprises et de certaines préoccupations concernant des pratiques d'entreprise douteuses. La progression de la consommation et des investissements publics est restée forte tout au long de 2002, alors que la contribution des stocks à la croissance a été légèrement positive sur l'ensemble de l'année. En ce

qui concerne les échanges commerciaux, l'augmentation des volumes importés a dépassé considérablement celle des exportations pendant la majeure partie de 2002. Par conséquent, le déficit des transactions courantes s'est accentué, atteignant presque 5 % du PIB pour l'année. Dans ce contexte, certains déséquilibres apparus aux États-Unis à la fin des années quatre-vingt-dix se sont maintenus, alors que le déséquilibre vis-à-vis du reste du monde a continué de s'accroître (cf. encadré 7).

La hausse des prix à la consommation aux États-Unis est restée relativement limitée en 2002, tandis que les prix à la production ont baissé pendant la plus grande partie de l'année. Malgré une augmentation soutenue des prix pétroliers, les pressions inflationnistes internes ont été généralement réduites en 2002, en raison d'un faible taux d'utilisation de capacités de production et d'une forte augmentation de la productivité. L'inflation, mesurée par les indices de prix à la consommation et à la production, est revenue, respectivement, à 1,6 % et - 1,3 % en 2002, contre 2,8 % et 2,0 % en 2001. Hors alimentation et produits énergétiques, la hausse des prix à la consommation a atteint 2,3 % en 2002, contre 2,7 % en 2001, celle des prix à la production étant passée de 1,4 % en 2001 à 0,1 % en 2002. Les taux d'intérêt sont restés en 2002 à des niveaux historiquement bas. Le Comité fédéral de l'*open market* (CFOM) du Système fédéral de réserve a opéré une réduction de 50 points de base du taux cible des fonds fédéraux en novembre 2002, le ramenant à 1,25 %, après une réduction cumulée de 425 points de base en 2001. À la suite de ce mouvement, le CFOM a modifié son biais de « baissier » à « équilibré ». La politique budgétaire a revêtu un caractère nettement expansionniste en 2002, le solde du budget fédéral passant d'un surplus de 1,3 % du PIB au cours de l'exercice 2001 à un déficit de 1,5 % au cours de l'exercice 2002. Cette situation résulte principalement de mesures budgétaires discrétionnaires, en particulier l'entrée en vigueur des abattements fiscaux décidés à la mi-2001 et des mesures de relance arrêtées

en mars 2002, et, dans une moindre mesure, du jeu des stabilisateurs automatiques sur le cycle conjoncturel.

Au Japon, un léger rebond de l'activité a été enregistré au premier semestre de 2002, à la faveur de la demande extérieure. Une nette augmentation des exportations, principalement à destination des économies émergentes d'Asie, s'est traduite par un redressement appréciable de la production industrielle. Le rythme de la croissance économique s'est toutefois ralenti au second semestre lorsque la progression de la demande étrangère a fléchi et que les incertitudes géopolitiques ont augmenté. En conséquence, la croissance des exportations s'est tassée et la contribution des exportations nettes à l'augmentation du PIB est devenue négative au troisième trimestre, pour toutefois se redresser au quatrième trimestre. Au cours de l'année, les dépenses d'investissement du secteur privé sont restées relativement faibles, en liaison, pour partie, avec la persistance des problèmes de bilans et l'existence de capacités excédentaires dans le secteur productif, ainsi qu'avec les préoccupations concernant les perspectives économiques. Globalement, l'économie a progressé de 0,3 % en 2002.

Les pressions déflationnistes se sont poursuivies en 2002, l'IPC diminuant en moyenne de 0,9 %. Dans ce contexte, la Banque du Japon a augmenté de 5 000 milliards de yens, le portant à 15 000 – 20 000 milliards de yens, son objectif opérationnel de volume des réserves détenues en comptes courants. De plus, le volume de ses opérations ferme mensuelles sur titres d'État à long terme a été porté à 1 200 milliards de yens. Enfin, pour faciliter la résolution du problème des créances douteuses et renforcer la stabilité financière, la Banque du Japon a publié le 11 octobre les dispositions concrètes d'un programme d'achat d'actions, prévoyant l'achat au prix du marché de l'équivalent de 2 000 milliards de yens d'actions détenues par les banques commerciales dont les portefeuilles d'actions dépassent les fonds propres de base (*tier one*). Fin octobre, un

Encadré 7

L'évolution des déséquilibres aux États-Unis

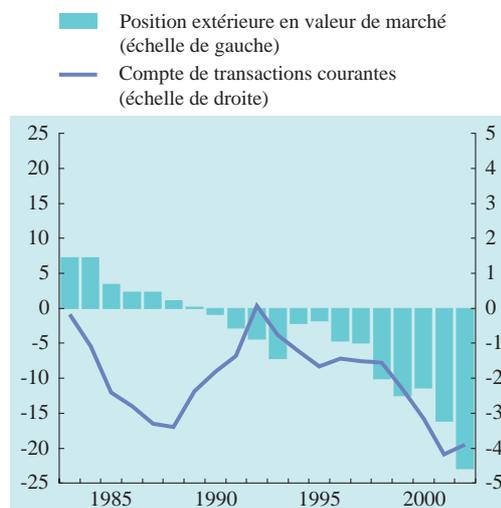
L'accumulation de déséquilibres tant intérieur (endettement des ménages) qu'extérieur (déficit des transactions courantes) a constitué une caractéristique majeure de la période de croissance soutenue observée aux États-Unis dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. La forte demande intérieure, principal moteur du dernier cycle économique aux États-Unis, s'est accrue au prix d'une accumulation croissante de dettes, tant pour les ménages qu'au niveau national. Ces déséquilibres n'ont pas été corrigés au cours de la récession en 2001 et sont dès lors susceptibles de devenir un obstacle au redressement.

Au cours des dix dernières années, l'exceptionnelle expansion de l'économie américaine s'est accompagnée d'un accroissement du déficit des transactions courantes (de 0,8 % du PIB en 1992 à 3,9 % en 2001 et de près de 5 % en 2002). Contrairement aux constats antérieurs, le solde des transactions courantes des États-Unis ne s'est pas amélioré à la suite du retournement économique observé en 2001. Au contraire, le déficit s'est encore accru en 2002, après une brève période de légère amélioration en 2001. La structure de financement du déficit des transactions courantes des États-Unis s'est considérablement modifiée au cours des dernières années. Si, en 1999 et 2000, les entrées ont surtout été constituées d'acquisitions d'actifs privés, en particulier d'actions, à partir de 2001 les préférences des investisseurs se sont portées de façon accrue sur les titres d'emprunts publics. Ce phénomène a des implications sur la soutenabilité du déficit des transactions courantes, car, contrairement aux actions, les émissions obligataires génèrent des obligations de remboursement. La position extérieure était débitrice d'environ 25 % du PIB en 2001 (cf. graphique A).

Le déficit prolongé des transactions courantes a aussi significativement accru la dépendance des États-Unis à l'égard des investisseurs extérieurs. Il convient de noter qu'au cours des deux dernières années, les États-Unis sont devenus presque entièrement dépendants des investissements de portefeuille des non-résidents en obligations, étant donné que les entrées nettes sous la forme d'investissements directs étrangers et d'investissements de portefeuille en actions ont diminué de façon significative. Cette structure de financement peut également exercer un effet sur le rythme d'une possible correction du déficit courant. En effet, tandis que

Graphique A : Compte de transactions courantes et position extérieure des États-Unis

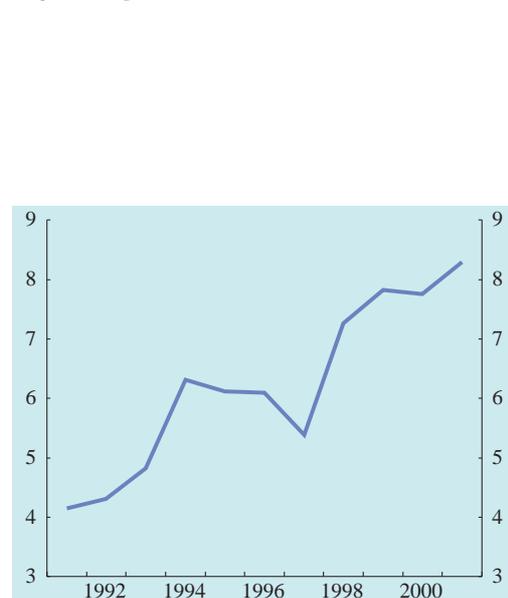
(en pourcentage du PIB)



Source : Bureau d'analyse économique (Bureau of Economic Analysis – BEA)

Graphique B : Endettement des ménages

(en pourcentage de la consommation)



Source : Gouvernement fédéral des États-Unis

le financement obligataire génère un flux de remboursements connu à l'avance, les transferts de revenus liés aux investissements directs dépendent en grande partie des évolutions économiques.

La dynamique de la dette extérieure des États-Unis est d'autant plus préoccupante que s'y ajoute un niveau d'endettement interne plus élevé, principalement lié à l'endettement des ménages. Entre 1997 et 2001, l'endettement des ménages a augmenté annuellement aux États-Unis plus rapidement que le PIB nominal. Il a doublé, passant de 300 milliards de dollars (3,6 % du PIB) à 600 milliards (5,7 % du PIB), atteignant ainsi de nouveaux records, également en termes réels. Même si l'endettement des ménages constitue l'une des principales variables à l'origine de la fermeté de la consommation, en particulier au cours de 2001,

il a eu pour conséquence négative la forte augmentation de la dette des ménages, qui a atteint quelque 70 % du PIB en 2001 (cf. graphiques B et C). Le niveau d'endettement d'un ménage « moyen » aux États-Unis est actuellement proche de son revenu disponible annuel et est constitué pour environ trois quarts d'emprunts hypothécaires et pour environ un quart de crédits à la consommation.

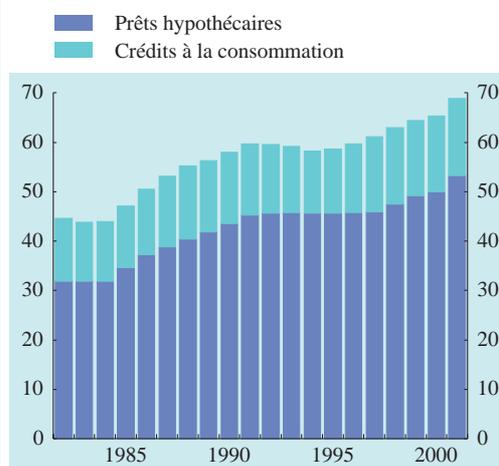
En conséquence, et malgré le net recul des taux d'intérêt, le service de la dette de ménages, rapport entre leurs versements (paiements d'intérêts et remboursements du capital) et leur revenu personnel disponible, a augmenté considérablement au cours des dernières années. Il a atteint 14 % au troisième trimestre 2002, en dépit d'un fort repli des taux d'intérêt, revenant au niveau du précédent sommet atteint au milieu des années quatre-vingt. La dynamique de l'endettement, associée au recul du prix des actifs financiers, a également contribué à amputer la richesse nette des ménages (incluant les actifs tant financiers que réels) rapportée au revenu disponible, qui est tombée d'un niveau supérieur à 600 % fin de 1999 à 365 % au troisième trimestre 2002.

En conclusion, les déséquilibres interne et externe ne se sont pas significativement réduits pendant le récent ralentissement conjoncturel. En particulier, le déficit des transactions courantes exprimé en pourcentage du PIB s'est détérioré en 2002 de près d'un point de pourcentage par rapport à 2001. De plus, le net accroissement de l'endettement des ménages américains et le recul de leur richesse nette au cours des deux dernières années sont à l'origine de craintes concernant la force et la solidité de la reprise économique. L'ampleur de l'endettement intérieur et extérieur a sensiblement accru la vulnérabilité de l'économie des États-Unis à des chocs tels qu'une baisse de la confiance des investisseurs ou un assombrissement soudain des perspectives de croissance. Les préoccupations relatives à la viabilité à long terme de ces déséquilibres ont également été ravivées par la réapparition d'un déficit budgétaire depuis 2001.

nouveau plan gouvernemental visant à résoudre le problème des créances douteuses a été annoncé. Ce plan vise à diminuer de moitié le ratio des créances douteuses des principales banques d'ici à la fin de l'exercice budgétaire 2004. Il envisage également de renforcer les règles d'évaluation des actifs des banques et d'examiner la nécessité de définir un nouveau cadre pour les injections de

Graphique C : Dette des ménages

(en pourcentage du PIB)



Source : Gouvernement fédéral des États-Unis

capitaux publics dans les institutions financières. De plus, il prévoit la création d'une nouvelle institution ayant pour mission de redynamiser les emprunteurs solvables. Au niveau de la politique budgétaire, le parlement japonais a adopté début 2003 un budget additionnel pour l'exercice budgétaire 2002. Comportant 2 500 milliards de yens de dépenses supplémentaires, celui-ci renforce

les structures de soutien aux chômeurs et aux petites et moyennes entreprises.

Dans les pays d'Asie autres que le Japon, la reprise économique a été en 2002 plus forte que prévu en raison de deux facteurs fondamentaux. D'abord, la demande extérieure, concernant notamment les produits du secteur des technologies de l'information et de la communication, a été plus résistante que prévu. De plus, en Chine, la croissance de la production a été plus soutenue, ce qui a dynamisé les exportations dans la région. En outre, la demande intérieure s'est redressée à des degrés divers selon les pays. En général, cette dernière a été stimulée par des conditions plus favorables sur le marché du travail, un revenu disponible en hausse grâce au secteur exportateur, une demande non satisfaite des ménages et des mesures de politique économique de soutien.

Dans cette région, la Chine et la Corée du Sud ont affiché en 2002 les taux de croissance annuels du PIB les plus soutenus, de respectivement 8,0 % et environ 6,0 %, reflétant l'assise large de la croissance. À l'opposé, Hong-Kong (région à statut administratif spécial) et Singapour, tout en se redressant après la récession enregistrée en 2001, ont continué à faire montre d'une croissance atone, de respectivement 2,3 % et 2,2 % en 2002, et plombée par la morosité de la consommation privée. Les pressions déflationnistes ont persisté en Chine et à Hong-Kong, notamment sous l'effet de facteurs structurels dans le premier cas et, s'agissant de Hong-Kong, d'une tendance à l'égalisation du coût des facteurs liée à l'intégration avec la Chine continentale. La déflation enregistrée à Singapour et Taïwan a reflété les excédents de capacités, affichant toutefois des signes d'atténuation vers la fin 2002.

Dans les pays candidats à l'adhésion à l'Union européenne, le ralentissement de la croissance est resté limité en 2002. Tandis que l'incidence du ralentissement global sur la demande extérieure a été notable, la demande intérieure et en particulier la consommation

privée sont restées soutenues dans la majorité des pays. Cependant, plusieurs pays ont été caractérisés par une dégradation générale de leur situation budgétaire, évolution reflétant seulement en partie la détérioration des conditions conjoncturelles. La combinaison d'écarts de production négatifs, d'une politique monétaire prudente et de l'appréciation par rapport à l'euro de la plupart des monnaies des pays candidats a aussi contribué au tassement des pressions inflationnistes (cf. chapitre VI).

En Turquie, la croissance de la production a repris en 2002, après la profonde récession et la crise financière survenue l'année précédente. La reprise a été initialement portée par le secteur exportateur qui a bénéficié des amples gains de compétitivité liés à la forte dépréciation de la livre turque, tandis que la croissance de la consommation privée est devenue légèrement positive au deuxième trimestre de 2002. Cependant, l'affaiblissement de la livre turque a été un facteur important d'accroissement du ratio de la dette extérieure et de la résurgence temporaire de pressions inflationnistes, qui ont diminué en cours d'année. Sur une base annuelle, la hausse des prix à la consommation est retombée de 73 % en janvier 2002 à 30 % en décembre, soit moins que la cible de 35 % retenue par la banque centrale turque pour la fin de l'année.

Pour la troisième année consécutive, l'économie russe a continué de croître à un rythme relativement soutenu, la progression du PIB en volume ne se ralentissant que légèrement en 2002, revenant à 4,3 % contre 5 % l'année précédente. La croissance de la consommation est restée très vive et la demande d'investissement, soutenue par des prix pétroliers élevés, s'est ralentie tout en demeurant positive. Les pressions inflationnistes se sont quelque peu atténuées, revenant de 18,6 % en 2001 à environ 15 % l'année passée. L'excédent des transactions courantes a continué à reculer en 2002, la nette reprise de la croissance des importations ayant largement dépassé celle des exportations.

En Amérique latine, la croissance positive du PIB dans les deux plus grands pays (Brésil et Mexique), a contrasté avec l'approfondissement de la crise économique en Argentine. Dans l'ensemble, cette dernière s'est avérée beaucoup plus grave que prévu, entraînant un recul du PIB en volume de la région. Le PIB en volume de l'Argentine a connu une contraction à deux chiffres dans un contexte de contraintes de financement importantes, qui ont pesé lourdement sur la demande intérieure. Ces contraintes provenaient, sur le plan intérieur, d'un gel des dépôts bancaires et, sur le plan extérieur, de la suspension des paiements des titres publics détenus par des investisseurs privés qui avait été annoncée fin décembre 2001. Au Brésil, l'économie a été sujette à des turbulences financières significatives en réaction à l'accroissement de la dette publique et aux préoccupations des marchés relatives à la situation politique du pays. Toutefois, l'économie a montré des signes de grande résistance face aux remous financiers. L'économie mexicaine s'est quelque peu remise du net ralentissement enregistré en 2001, grâce aux évolutions largement positives aux États-Unis, au maintien de prix pétroliers élevés et à l'affaiblissement du peso. La reprise économique a permis une stabilisation des conditions du marché du travail, le taux de chômage s'établissant à moins de 3 % en fin d'année.

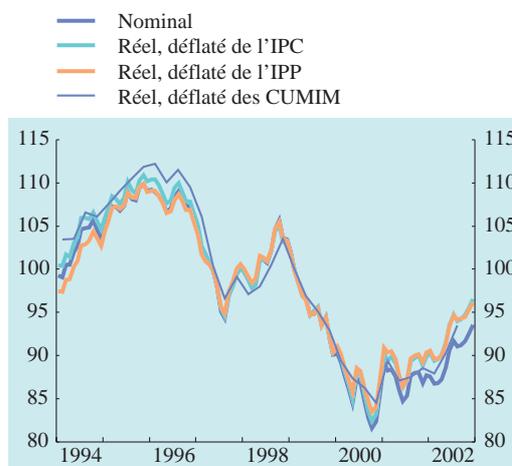
Les cours du pétrole brut Brent ont légèrement progressé, passant en moyenne de 24,4 dollars le baril en 2001 à 25,0 dollars en 2002. Des hausses substantielles des cours ont été enregistrées de décembre 2002 à février 2003, un niveau de 33,7 dollars ayant été atteint le 28 février 2003. La récente augmentation s'explique par plusieurs facteurs parmi lesquels une demande mondiale en hausse, le faible niveau des stocks de produits bruts et raffinés et l'accroissement des tensions géopolitiques. Les prix des matières premières non pétrolières ont également augmenté, particulièrement en raison des diminutions de la production agricole intervenues en réaction à la baisse des prix enregistrée l'année précédente.

L'euro s'est apprécié vis-à-vis des principales monnaies en 2002

Après une période de relative stabilité au premier trimestre de 2002, l'euro a enregistré une appréciation nominale effective assez importante, atteignant des niveaux nettement plus élevés que sa moyenne de 2001 (cf. graphique 23). Ces développements sont intervenus dans un contexte d'incertitude accrue des perspectives de croissance dans les principales zones économiques du monde, et de chute des marchés boursiers mondiaux. À fin 2002, le taux de change effectif nominal de l'euro était de près de 6,5 % plus élevé qu'au début de l'année et de quasiment 9 % au-dessus de son niveau moyen de 2001. Le 28 février 2003, date d'arrêt des données de ce *Rapport Annuel*, l'appréciation du taux de change effectif nominal de l'euro par rapport à la moyenne de 2002 a atteint 8,3 %. Les taux de change réels effectifs de l'euro, ajustés pour tenir compte des différentiels d'inflation et de coûts salariaux entre la zone euro et ses partenaires commerciaux, ont suivi de près les évolutions de l'indice nominal (cf. graphique 23). Les écarts mineurs

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

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



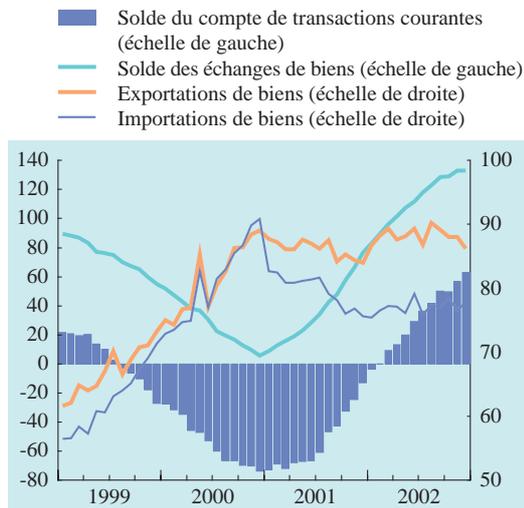
Source : BCE

1) Une hausse de l'indice correspond à une appréciation de l'euro. Les dernières données mensuelles se rapportent à février 2003. Dans le cas du taux de change effectif réel déflaté des CUMIM, les dernières données, fondées en partie sur des estimations, se rapportent au troisième trimestre 2002.

Graphique 24

Solde du compte de transactions courantes et solde des échanges de biens de la zone euro

(milliards d'euros ; cvs)



Source : BCE

Note : Les données concernent l'Euro 12. Les soldes sont cumulés sur douze mois ; les exportations et les importations de biens sont exprimées en valeurs mensuelles.

observés reflètent principalement des différences d'évolution au niveau des prix et des coûts salariaux entre la zone euro et certains de ses principaux partenaires, particulièrement le Japon.

Après être resté globalement stable vis-à-vis de l'euro fin 2001 et début 2002, le dollar américain s'est déprécié assez nettement par rapport à la monnaie unique d'avril à fin juillet 2002. La détérioration des perspectives de croissance de l'économie américaine a pu jouer un rôle dans le recul généralisé de cette devise. Les pressions sur le dollar ont été avivées par les préoccupations des marchés concernant le respect des principes de comptabilité d'entreprise aux États-Unis. À la suite d'une période de stabilité relative à un niveau assez élevé, le dollar a poursuivi sa dépréciation contre euro vers la fin de l'année. Cette dernière évolution a été reliée à un ensemble de facteurs: l'élargissement de l'écart d'intérêt négatif avec la zone euro, les préoccupations des marchés concernant le déficit des transactions courantes aux États-Unis, l'apparition d'un déficit budgétaire et l'incertitude portant sur les perspectives

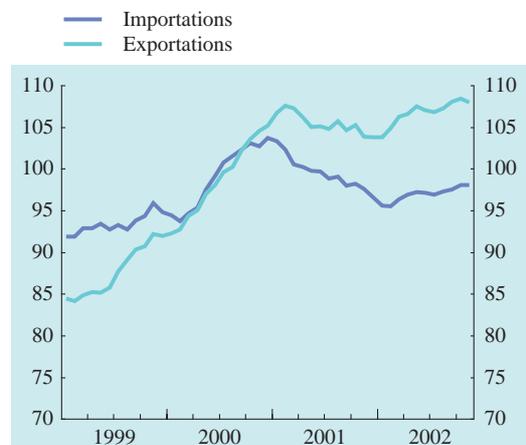
de croissance. L'accroissement des tensions géopolitiques a aussi été cité par les analystes comme un facteur négatif pesant sur la monnaie américaine. À fin 2002, l'euro s'échangeait à 1,05 dollar, soit 16 % de plus qu'au début de l'année et un peu plus de 17 % au-dessus de la moyenne de 2001. Le 28 février 2003, l'euro s'échangeait à 1,08 dollar, soit 14 % de plus que sa moyenne en 2002.

Après s'être déprécié vis-à-vis de l'euro au cours des derniers mois de 2001, le yen japonais est resté relativement stable durant la majeure partie de 2002. Au dernier trimestre, il s'est déprécié, ce mouvement reflétant partiellement l'incertitude affectant les perspectives de croissance de certains des principaux débouchés du Japon, ainsi que les inquiétudes des marchés concernant la résolution des problèmes du secteur financier dans ce pays. Cette évolution a alors contribué à une révision à la baisse, par les autorités japonaises, des perspectives économiques intérieures. Le 31 décembre, l'euro s'échangeait à 124,39 yens soit 4,1 % de plus qu'au début de l'année et 14,5 % au-dessus de son niveau moyen en 2001. Le 28 février 2003, l'euro atteignait le cours de

Graphique 25

Échanges commerciaux extra-zone euro, en volume¹⁾

(indice : 2000 = 100 ; cvs ; moyenne mobile sur 3 mois)



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

1) Les dernières données se rapportent à novembre 2002 et sont fondées en partie sur des estimations.

127,32 yens, soit 7,8 % de plus que la moyenne de 2002.

À fin 2001, le franc suisse s'était apprécié vis-à-vis de toutes les principales monnaies, y compris l'euro, à la suite des attentats du 11 septembre aux États-Unis. Au cours des trois premiers trimestres de 2002, la devise helvétique est restée globalement stable par rapport à l'euro, alors qu'elle s'appréciait nettement vis-à-vis du dollar américain. Vers la fin de l'année, le franc suisse s'est encore raffermi vis-à-vis de toutes les principales monnaies, en raison de l'accroissement général de l'aversion au risque. À fin 2002, l'euro s'échangeait à 1,45 franc suisse, soit 2,1 % de moins qu'au début de l'année et 3,9 % au-dessous du niveau moyen de 2001. Le 28 février 2003, le cours de l'euro était de 1,46 franc suisse, niveau pratiquement inchangé par rapport à la moyenne de 2002.

Le solde des transactions courantes est devenu excédentaire en 2002

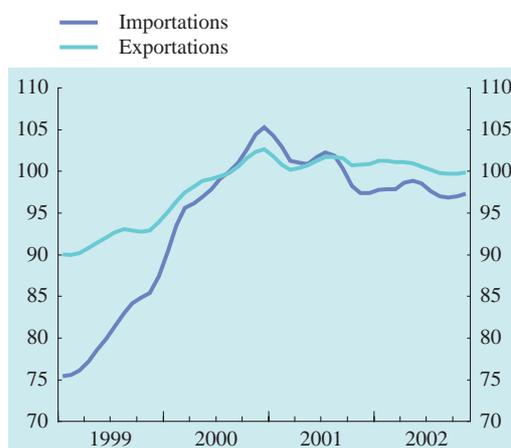
Le compte de transactions courantes de la zone euro a enregistré un surplus de 62,1 milliards d'euros en 2002, alors qu'un déficit de 13,8 milliards avait été enregistré en 2001 (toutes les données se réfèrent à l'Euro 12). Cette évolution s'explique principalement par une hausse substantielle de l'excédent des échanges de biens de 75,8 milliards d'euros à 132,7 milliards (cf. graphique 24). Les déficits des revenus et des transferts courants sont restés globalement inchangés. La croissance de l'excédent des échanges de biens s'explique surtout par une baisse marquée de la valeur des importations, conjuguée à une légère augmentation des exportations.

La diminution de la valeur des importations de biens en 2002 par rapport à l'année précédente s'explique par des évolutions qui ont affecté tant les volumes que les prix (cf. graphiques 25 et 26). En premier lieu, les prix des importations ont été plus faibles en 2002, principalement en raison de l'appréciation sensible de l'euro en cours

Graphique 26

Indices de valeur unitaire des échanges commerciaux extra-zone euro ¹⁾

(indice : 2000 = 100 ; cvs ; moyenne mobile sur 3 mois)



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

1) Les dernières données se rapportent à novembre 2002 et sont fondées en partie sur des estimations.

d'année. De plus, en 2002, les volumes des importations sont restés globalement stables et en deçà de leur niveau de 2001, en raison de l'atonie de la demande de la zone euro. La réduction des dépenses relatives à certaines catégories de biens au contenu élevé en importations, les biens d'équipement notamment, semble avoir été le principal facteur expliquant cette évolution.

Le léger accroissement de la valeur des exportations de biens entre 2001 et 2002 est allé de pair avec un accroissement des volumes exportés, porté par la croissance de la demande extérieure en 2002. Toutefois, l'augmentation des volumes ne s'est cependant pas entièrement répercutée sur les exportations en valeur, dans la mesure où les prix des exportations hors zone euro (mesurés par les indices de valeur unitaire) ont diminué. Il ne peut être exclu que les exportateurs de la zone euro aient réduit leurs marges bénéficiaires afin de compenser la baisse de compétitivité résultant de l'appréciation de l'euro.

Les entrées nettes au titre des investissements nets directs et des investissements de portefeuille en 2002

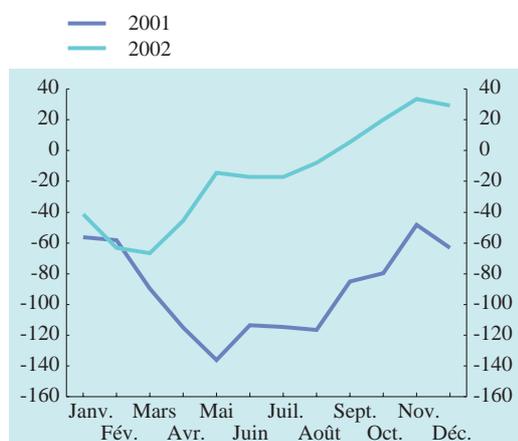
Les investissements directs et de portefeuille, après avoir enregistré des sorties nettes de 63,4 milliards d'euros en 2001, ont donné lieu à des entrées nettes de 29,4 milliards en 2002 (cf. graphique 27). Cette évolution s'explique en partie par la nette diminution des sorties nettes en investissements directs entre 2001 (101,5 milliards d'euros) et 2002 (21,0 milliards d'euros), ce qui reflète surtout la diminution substantielle des activités de fusion et acquisition (cf. l'encadré 8 pour une analyse détaillée des activités de fusion et acquisition au cours des dernières années). De plus, les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille ont augmenté en 2002, atteignant 50,4 milliards d'euros, dans un contexte où le recul significatif des marchés boursiers mondiaux a été à l'origine de diminutions importantes, tant au niveau des investissements de la zone euro en titres de participation étrangers qu'à celui des investissements étrangers en titres de participation de la zone euro. Les résidents de la zone euro ont également réduit leurs achats de titres de créance étrangers, tandis

que les non-résidents ont été à l'origine d'une augmentation notable des achats de titres de créance de la zone euro.

L'une des principales caractéristiques du compte financier en 2002 tient au fait que les variations générales des flux de portefeuille ne sont plus principalement liées aux évolutions des investissements en titres de participation, comme cela avait été le cas pour la plus grande partie de 2001 et début 2002, mais résultent de façon croissante des flux de titres de créance. S'agissant de cette rubrique, la zone euro a enregistré en 2002 des entrées nettes en titres obligataires et assimilés (21,0 milliards d'euros) et de faibles sorties nettes au titre des instruments du marché monétaire (9,7 milliards). Le ralentissement économique mondial et la chute des cours des actions ont vraisemblablement contribué à ces évolutions. Il importe de noter que les investissements transfrontière en instruments du marché monétaire ont augmenté, ce qui pourrait s'expliquer par l'accroissement de l'incertitude relative à la situation financière des entreprises au niveau international. En particulier, les résidents de la zone euro ont investi 55,6 milliards d'euros en instruments étrangers du marché monétaire, contre 20,7 milliards en 2001, alors que les investisseurs étrangers ont investi 45,9 milliards en instruments monétaires de la zone euro, contre 4,5 milliards en 2001.

Graphique 27 Flux nets des investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(milliards d'euros ; données cumulées)



Source : BCE

Note : Un chiffre positif (négatif) indique une entrée (sortie) nette.

Globalement, en 2002, la balance des paiements de la zone euro a cumulé un excédent courant important et des entrées nettes significatives sous les formes d'investissements directs et de portefeuille. La contrepartie de ces entrées nettes a été constituée par les opérations à court terme des IFM de la zone euro (hors Eurosystem), à l'origine de sorties nettes de 159,4 milliards d'euros. En conséquence, la position extérieure nette des IFM de la zone euro (hors Eurosystem) est donc devenue créditrice nette fin 2002.

Encadré 8

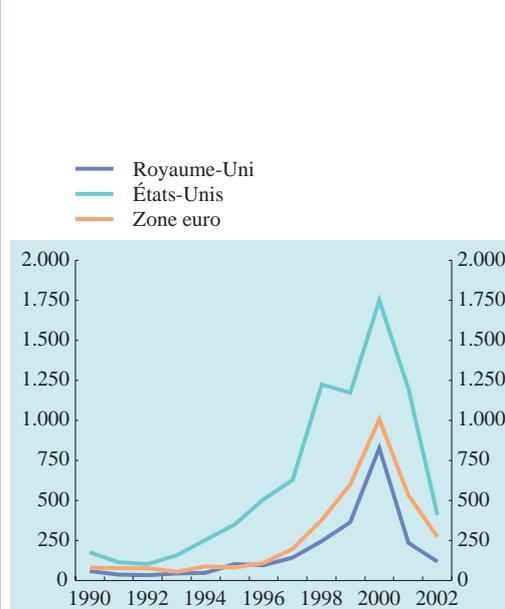
Les tendances des activités de fusion et acquisition de 1990 à 2002

La fin des années quatre-vingt-dix et le début de cette décennie ont été caractérisés par une nette expansion des activités de fusion et acquisition, en particulier en Europe et aux États-Unis. Malgré un net recul depuis les sommets enregistrés en 2000 et en 2001, ces opérations sont devenues un trait marquant des économies américaine et européenne, surtout dans les secteurs de la technologie et des télécommunications. Cet encadré a pour objectif de mettre en évidence certaines des caractéristiques principales des récentes tendances, et en particulier d'analyser les activités de fusion et acquisition bilatérales entre la zone euro et les États-Unis.

Les tendances caractérisant la taille et la direction des opérations de fusion et acquisition

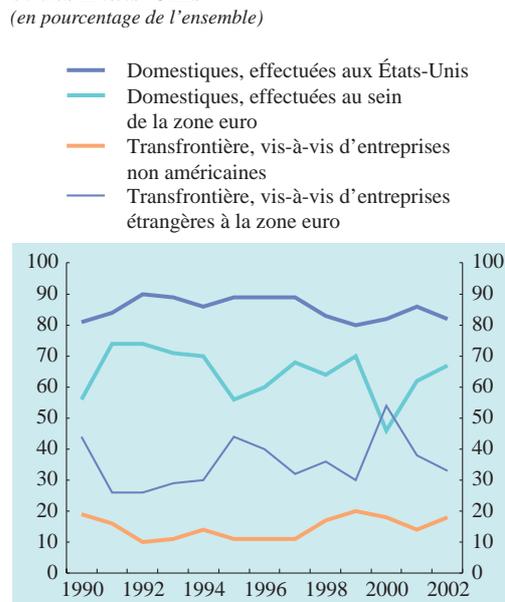
Les opérations brutes de fusion et acquisition¹ des entreprises de la zone euro et des États-Unis ont fortement augmenté, passant de 281 milliards d'euros en 1990 à un record de plus de 2 900 milliards en 2000, puis revenant à 673 milliards en 2002. Les entreprises qui sont de loin les plus actives sont les firmes américaines qui, en termes bruts, se sont engagées dans des opérations d'une valeur de quelque 1 800 milliards d'euros pour la seule année 2000 (cf. graphique A). La croissance des opérations de fusion et acquisition dans la zone euro a également été très sensible dans les années quatre-vingt-dix, mais moins marquée qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Au cours de la période d'activité maximale de fusion et acquisition, entre 1997 et 2002, les firmes de la zone euro se sont engagées dans de telles opérations pour un montant dépassant 3 000 milliards d'euros, soit 6,9 % du PIB de la zone. En revanche, les entreprises américaines et anglaises ont, respectivement, enregistré des opérations de fusion et acquisition pour environ 6 400 et 2 000 milliards d'euros, soit, respectivement, 11 % et 22,5 % de leur PIB.

Graphique A : Montant total des opérations de fusion et acquisition
(milliards d'euros)



Sources : Thomson Financial et calculs de la BCE

Graphique B : Localisation des opérations de fusion et acquisition de la zone euro et des États-Unis
(en pourcentage de l'ensemble)



Sources : Thomson Financial et calculs de la BCE

¹ Les opérations brutes de fusion et acquisition comprennent les flux impliquant les entreprises d'un pays donné soit en qualité d'acquéreur, soit en tant que cible. La source des données de fusion et acquisition est Thomson Financial.

Une comparaison de la progression en nombre et en valeur des opérations de fusion et acquisition montre que l'accélération a été plus prononcée en valeur ces dernières années, ce qui montre que la taille moyenne des opérations de fusion et acquisition a augmenté substantiellement. Effectivement, la valeur unitaire moyenne des opérations de fusion et acquisition impliquant des firmes de la zone euro est passée de 20 millions d'euros au cours de la période 1990-1996 à 90 millions entre 1997 et 2002. Quoique la valeur unitaire moyenne des opérations de fusion et acquisition impliquant des entreprises américaines et britanniques se soit également accrue et soit restée substantiellement plus élevée que celle de la zone euro, le taux de croissance de la valeur unitaire moyenne des opérations de fusion et acquisition dans la zone euro a été supérieur à celui des États-Unis et du Royaume-Uni.

L'analyse par type d'opérations de fusion et acquisition montre que la part des opérations de fusion et acquisition étrangères dans la valeur totale des transactions a généralement augmenté au cours des années quatre-vingt-dix dans la zone euro, alors qu'elle restait stable aux États-Unis. Une différence essentielle entre les États-Unis et la zone euro résulte de la proportion plus élevée d'opérations de fusion et acquisition domestiques par rapport aux opérations transfrontière aux États-Unis. Pour leur part, les entreprises de la zone euro ont participé à davantage d'opérations de fusion et acquisition avec des firmes étrangères que les firmes américaines, en termes tant absolus que relatifs (cf. graphique B).

Quoiqu'il semble y avoir un lien entre le passage à la phase III de l'Union économique et monétaire et l'augmentation des activités de fusion et acquisition dans la zone euro, il est difficile d'isoler cette cause d'autres facteurs comme l'harmonisation juridique, les progrès des technologies de l'information et la déréglementation et la libéralisation de certains secteurs et marchés.

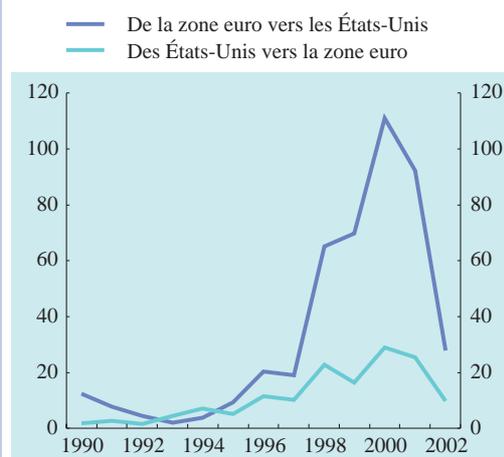
Les opérations de fusion et acquisition bilatérales entre la zone euro et les États-Unis

Les flux de fusion et acquisition bilatéraux entre la zone euro et les États-Unis ont présenté ces dernières années des différences marquées. Dans la première moitié des années quatre-vingt-dix, les opérations de fusion et acquisition effectuées par des entreprises de la zone euro aux États-Unis et *vice versa* se situaient à des niveaux similaires. À partir de 1996, les opérations effectuées par des entreprises de la zone euro aux États-Unis ont augmenté de façon spectaculaire, faisant plus que quintupler entre 1996 et 2000, tandis que les flux de fusion et acquisition en sens inverse n'enregistraient qu'une augmentation limitée (cf. graphique C). Il existe donc une nette asymétrie entre la zone euro et les États-Unis. La croissance rapide de l'activité économique et de la productivité aux États-Unis au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, de même que la forte progression de son marché boursier en particulier dans le secteur technologique, ont certainement contribué au pouvoir d'attraction des firmes américaines.

En ce qui concerne la composition par secteur, 58 % des opérations de fusion et acquisition américaines étaient orientées vers des entreprises appartenant au secteur industriel de la zone euro, ce pourcentage étant bien plus élevé que la part des opérations de fusion et acquisition effectuées par la zone euro dans le secteur industriel

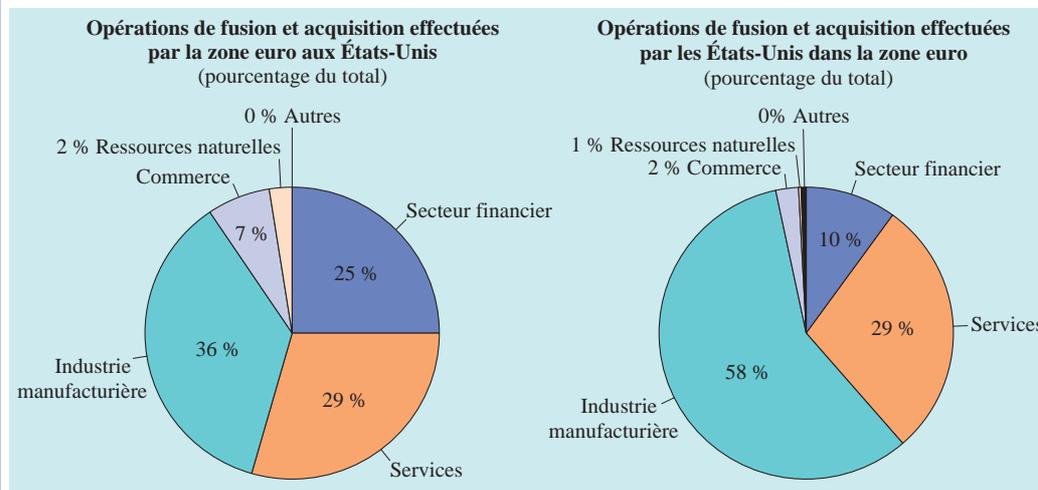
Graphique C : Opérations de fusion et acquisition bilatérales entre la zone euro et les États-Unis

(milliards d'euros)



Sources : Thomson Financial et calculs de la BCE

Graphique D : Opérations de fusion et acquisition par secteur de 1997 à 2002



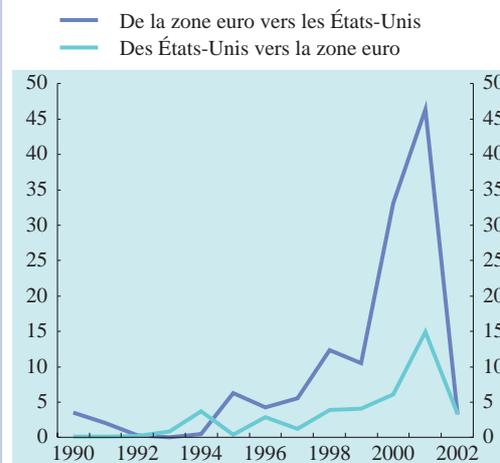
Sources : Thomson Financial et calculs de la BCE

américain, celle-ci ne s'élevant qu'à 36 % (cf. graphique D). Par contre, les entreprises de la zone euro ont investi de façon bien plus importante dans le secteur financier américain (25 %) que les entreprises américaines ne l'ont fait dans le secteur financier de la zone euro (10 %). Dans le secteur des technologies de pointe², l'augmentation spectaculaire des activités de fusion et acquisition à la fin des années quatre-vingt-dix et en 2000 s'explique principalement par l'explosion technologique. Entre 1995 et 2000, les opérations de fusion et acquisition dans ce secteur ont augmenté de façon exponentielle, tant aux États-Unis que dans la zone euro. Les activités de fusion et acquisition au sein du secteur des technologies de pointe sont passées de 10 % du montant total des opérations de fusion et acquisition de la zone euro au cours de la première moitié des années quatre-vingt-dix à 50 % en 2000. La valeur des titres des sociétés du secteur technologique ayant chuté depuis 2000, cette part a vivement reculé, pour représenter un pourcentage inférieur à 10 % des transactions totales pour les neuf premiers mois de 2002. Le total des activités de fusion et acquisition des firmes américaines est non seulement beaucoup plus élevé que celui des entreprises de la zone euro, mais l'importance relative des opérations effectuées dans le secteur des technologies de pointe a été, durant la plus grande partie de la période, nettement plus conséquente aux États-Unis que dans la zone euro.

Les entreprises de la zone euro ont investi massivement dans le secteur technologique américain afin d'acquérir une expertise et d'obtenir un accès à ce marché. Le graphique E montre que les opérations de fusion et acquisition de la zone euro dans des entreprises américaines du secteur des

Graphique E : Opérations de fusion et acquisition bilatérales effectuées dans les secteurs de la haute technologie entre la zone euro et les États-Unis

(milliards d'euros)



Sources : Thomson Financial et calculs de la BCE

² Le secteur des technologies de pointe, tel qu'il est défini dans la banque de données fusion et acquisition de Thomson Financial, est principalement constitué de divers sous-secteurs de l'industrie et des services.

technologies de pointe a augmenté de façon marquée à partir de 2000, tandis que les opérations de même nature initiées par des entreprises américaines ne connaissent qu'une progression limitée dans la zone euro. Recouvrant partiellement le secteur des technologies de pointe, le sous-secteur des télécommunications³ a enregistré une augmentation particulièrement vive des activités de fusion et acquisition à la fin des années quatre-vingt-dix. La valeur des opérations impliquant des entreprises de la zone euro est passée de moins de 50 milliards d'euros par an avant 1998 à plus de 300 milliards en 1999⁴. Il faut insister sur le fait que les opérations de fusion et acquisition dans le secteur des télécommunications ont été principalement effectuées par des entreprises de la zone euro. De plus, la part des opérations de fusion et acquisition de la zone euro liées au secteur des télécommunications est passée de moins de 10 % du total avant 1998 à plus de 50 % en 1999. Contrastant avec cette situation, l'importance du secteur des télécommunications a beaucoup moins nettement augmenté aux États-Unis ; les transactions de fusion et acquisition qui y sont liées n'ont atteint qu'environ 20 % de l'activité totale en 1999.

Globalement, l'analyse de la composition sectorielle et des flux bilatéraux révèle que l'envol des opérations de fusion et acquisition au cours de la fin des années quatre-vingt-dix et de ces dernières années résulte principalement d'acquisitions effectuées dans le domaine des technologies et des télécommunications, tant par des entreprises européennes qu'américaines. Depuis le sommet enregistré en 2000, les activités de fusion et acquisition ont fortement baissé, revenant à des niveaux comparables à ceux du milieu des années quatre-vingt-dix. Le recul a été particulièrement marqué dans le secteur des technologies de pointe, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis.

³ Une partie du sous-secteur des télécommunications, tel que défini dans la banque de données fusion et acquisition de Thomson Financial, est incluse dans le secteur des technologies de pointe.

⁴ L'acquisition de Mannesmann par Vodafone explique pour une grande partie l'ampleur des opérations de fusion et acquisition dans ce secteur en 1999. Cependant, les activités de fusion et acquisition augmentent de manière significative même lorsque cette opération majeure n'est pas prise en compte.



Conférence de presse à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs tenue à Maastricht le 7 février 2002 pour commémorer le dixième anniversaire de la signature du Traité du même nom. Le président Duisenberg annonce qu'il quittera ses fonctions en 2003.



L'immeuble du gouvernement de la province du Limbourg (Pays-Bas), où s'est tenue la réunion

Chapitre II

Les opérations de banque centrale

I La mise en œuvre de la politique monétaire

I.1 Vue d'ensemble

Le cadre opérationnel de la mise en œuvre de la politique monétaire unique a bien fonctionné en 2002. Les principaux éléments du cadre opérationnel, à savoir les opérations d'*open market*, les facilités permanentes et le système de réserves obligatoires, ainsi que l'exécution et la gestion décentralisées des opérations par les BCN, sont restés inchangés¹.

Les opérations principales de refinancement hebdomadaires, qui ont une échéance normale de deux semaines, fournissent l'essentiel du refinancement du secteur bancaire et jouent un rôle clé en assurant le pilotage de la liquidité bancaire et en signalant l'orientation de la politique monétaire. L'Eurosystème effectue aussi, chaque mois, des opérations de refinancement à plus long terme à échéance de trois mois. Ces opérations, toutefois, ne servent pas à indiquer l'orientation de la politique monétaire. En plus de ces opérations d'*open market* régulières, l'Eurosystème a procédé à trois opérations de réglage fin en 2002 en vue de faire face à des évolutions inattendues des conditions de la liquidité.

Les deux facilités permanentes offertes par l'Eurosystème, à savoir la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt, qui servent à fournir et à retirer de la liquidité au jour le jour, contribuent à indiquer l'orientation de la politique monétaire et à déterminer une limite supérieure et inférieure pour le taux d'intérêt au jour le jour.

Outre les opérations d'*open market* qu'il effectue et les facilités permanentes qu'il offre, l'Eurosystème impose aux établissements de crédit la détention de réserves obligatoires d'un montant équivalent à 2 % de certaines exigibilités à court terme. L'objectif des réserves obligatoires, qui sont totalement rémunérées, est de stabiliser les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire et d'accroître

le besoin structurel de refinancement du système bancaire vis-à-vis de l'Eurosystème. La constitution en moyenne des réserves, qui permet aux contreparties de satisfaire à leurs obligations, en moyenne, sur une période mensuelle donnée, contribue à stabiliser les taux à court terme en limitant l'incidence de chocs de liquidité temporaires sur eux. Dès lors, l'Eurosystème peut normalement limiter ses opérations d'*open market* aux opérations principales de refinancement et aux opérations de refinancement à plus long terme.

Le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème permet à un large éventail de contreparties de participer aux opérations de politique monétaire. Tous les établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires ont, en principe, accès aux facilités permanentes et aux opérations d'*open market* s'appuyant sur des appels d'offres normaux. À cet égard, la directive relative à la monnaie électronique², que les États membres devaient mettre en œuvre avant le 27 avril 2002, a modifié la définition des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires de manière à ce qu'elle intègre également les établissements de monnaie électronique.

En plus des critères généraux d'éligibilité, les contreparties doivent aussi remplir tous les critères opérationnels spécifiés dans les dispositions contractuelles ou réglementaires appliquées par les BCN de la zone euro afin d'assurer l'efficacité de la conduite des opérations de politique monétaire. À fin 2002, 3 245 des 6 926 établissements de crédit de la zone euro assujettis aux réserves

¹ Le cadre opérationnel est décrit de manière détaillée dans la publication de la BCE intitulée La politique monétaire unique dans la zone euro : Documentation générale sur les instruments de politique monétaire et les procédures de l'Eurosystème, avril 2002.

² Directive 2000/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 septembre 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice, ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements

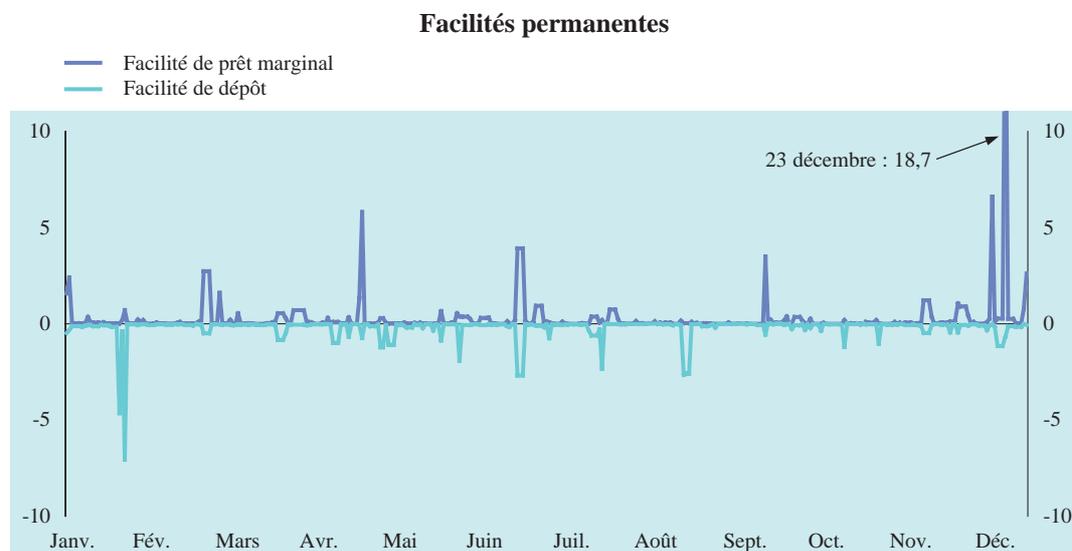
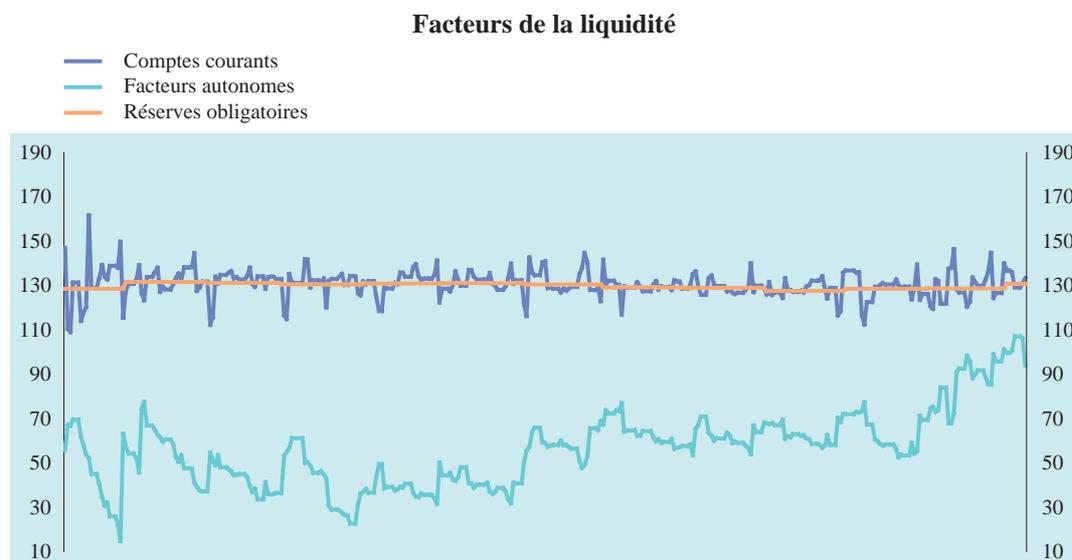
obligatoires ont eu accès à la facilité de dépôt et 2 867 à la facilité de prêt marginal. Si 2 320 établissements de crédit ont eu la possibilité de participer aux opérations d'*open market* reposant sur des appels d'offres normaux, seuls 763 ont soumis des offres lors d'une ou de plusieurs opérations principales de refinancement, et 400 lors d'une ou de plusieurs opérations de

refinancement à plus long terme. Un groupe de 141 établissements de crédit ont été sélectionnés comme étant éligibles pour des opérations de réglage fin. Par rapport à fin 2001, le nombre total d'établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires s'est réduit de 293 unités, en raison de la poursuite de la consolidation du secteur bancaire.

Graphique 28

Facteurs de la liquidité et utilisation des facilités permanentes dans la zone euro en 2002

(milliards d'euros)



Source : BCE

I.2 La gestion de la liquidité

La gestion de la liquidité par l'Eurosystème joue un rôle essentiel dans la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Elle est fondée sur l'estimation des besoins de refinancement du système bancaire, qui

résultent des réserves obligatoires, des excédents de réserves (définis comme la moyenne des avoirs en compte courant pendant la période de constitution, diminuée des réserves obligatoires) et des facteurs autonomes. Ces derniers se trouvent dans les postes du bilan de la banque centrale qui ne

Encadré 9

La consultation publique sur les mesures visant à améliorer l'efficacité du cadre opérationnel de la politique monétaire

Le 7 octobre 2002, l'Eurosystème a lancé une consultation publique auprès de la communauté bancaire de la zone euro portant sur les mesures techniques visant à améliorer l'efficacité du cadre opérationnel de la politique monétaire.

Les trois mesures proposées dans la consultation publique consistaient à :

- (1) modifier le calendrier relatif à la période de constitution des réserves, afin que celle-ci débute toujours le jour de règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu d'évaluer la politique monétaire. De plus, l'entrée en vigueur des éventuelles modifications de taux des facilités permanentes serait, en principe, alignée sur le début d'une nouvelle période de constitution des réserves ;
- (2) raccourcir la durée des opérations principales de refinancement de deux à une semaine ;
- (3) suspendre les opérations de refinancement à plus long terme.

La modification du calendrier relatif à la période de constitution des réserves vise à régler deux problèmes : d'une part, réduire l'incidence des anticipations de modifications de taux d'intérêt sur le comportement en matière de soumissions des contreparties aux opérations principales de refinancement ; d'autre part, atténuer la probabilité que les périodes de constitution des réserves commencent et se terminent un jour de fermeture de *Target*, ce qui peut entraîner des coûts supplémentaires pour les banques dans le cadre du réglage fin de leur gestion de la liquidité par le biais de facilités permanentes.

Le raccourcissement de l'échéance des opérations principales de refinancement est une mesure complémentaire qui empêchera ces opérations de déborder sur la période de constitution des réserves suivante et, ainsi, d'être affectées par les anticipations de modifications de taux d'intérêt relatives aux futures périodes de constitution.

La suspension des opérations de refinancement à plus long terme a été proposée en vue de simplifier la mise en œuvre de la politique monétaire. Le recul de l'intérêt porté à ces opérations avait soulevé des doutes quant à la question de savoir si elles remplissaient toujours le rôle qu'elles étaient censées jouer au départ.

Les réponses à la consultation publique ont été fournies par des établissements de crédit ressortissants de la zone euro très divers, du point de vue tant de la localisation que de la taille. Si elles ont généralement été favorables aux deux premières propositions, les réponses ont révélé que les opérations de refinancement à plus long terme continuaient à satisfaire les besoins de nombreuses contreparties de l'Eurosystème en matière de gestion de leur liquidité. Dès lors, elles ont été majoritairement défavorables à la troisième proposition.

Le Conseil des gouverneurs a décidé, en janvier 2003, de modifier le calendrier de la période de constitution des réserves et de raccourcir l'échéance des opérations principales de refinancement au premier trimestre 2004. Toutefois, il a décidé de ne pas suspendre les opérations de refinancement à plus long terme.

sont pas sous le contrôle direct de celle-ci : billets en circulation, dépôts des administrations publiques et réserves nettes de change.

Si les montants des réserves obligatoires et des excédents de réserves sont généralement connus avec une assez grande précision, les facteurs autonomes sont plus volatils et plus difficiles à prévoir pour les contreparties. Par conséquent, la BCE publie chaque semaine une prévision du volume moyen des facteurs autonomes, afin d'aider les contreparties à préparer leurs soumissions lors des opérations d'*open market*. En 2002, la marge moyenne d'erreur en valeur absolue de ces prévisions par rapport aux montants effectifs s'est élevée à 1,8 milliard d'euros, contre 1,9 milliard en 2001.

Dans l'ensemble, les dépôts des administrations publiques auprès des BCN ont de nouveau constitué le facteur autonome le plus volatil et donc le plus difficile à anticiper en 2002. Cependant, après le passage à l'euro fiduciaire en janvier 2002, la prévision de la circulation fiduciaire a également soulevé des difficultés. En effet, la demande de nouveaux billets en euros s'est avérée supérieure aux attentes de l'Eurosystème, alors que simultanément, les anciens billets nationaux ont été restitués à un rythme un peu plus lent que prévu. En conséquence, les erreurs dans les prévisions de l'Eurosystème relatives au montant total de billets en circulation ont été environ quatre fois supérieures à la moyenne en janvier 2002. Afin de répondre à la demande inattendue de liquidité qui a découlé de l'augmentation temporaire de la demande de billets, l'Eurosystème a effectué deux opérations de réglage fin d'apport de liquidité. Par ailleurs, la BCE a exceptionnellement publié des mises à jour plus fréquentes des prévisions de facteurs autonomes, de façon à tenir les opérateurs de marché informés des évolutions inhabituelles des conditions de liquidité. En mars 2002, les erreurs de prévisions relatives à la circulation fiduciaire sont revenues à la normale.

En dépit de l'évaluation généralement positive du fonctionnement de son cadre opérationnel depuis l'introduction de l'euro en 1999, l'Eurosystème a lancé en octobre 2002 une consultation publique portant sur les mesures techniques visant à améliorer l'efficacité de ce cadre (cf. encadré 9).

1.3 Les opérations d'*open market*

En 2002, l'Eurosystème a réalisé 53 opérations principales de refinancement dont le volume alloué moyen a été de 67 milliards d'euros, fournissant 71 % du volume global de refinancement. Ces opérations ont été effectuées sous forme d'appels d'offres à taux variable, assortis d'un taux de soumission minimal, selon la procédure d'adjudication à taux multiples, dite à l'« américaine ». Suivant cette procédure, les soumissions assorties d'un taux supérieur au taux d'adjudication marginal (la soumission la plus basse qui est acceptée) sont satisfaites entièrement au taux d'intérêt offert, tandis que les soumissions effectuées au taux marginal sont servies proportionnellement. En raison de la procédure d'appels d'offres à taux variable et d'adjudication à taux multiples, les taux d'adjudication (c'est-à-dire le taux marginal et le taux moyen pondéré) sont normalement supérieurs au taux de soumission minimal. En raison de l'absence de fortes anticipations de relèvement des taux d'intérêt en 2002, l'écart moyen entre le taux marginal et le taux de soumission minimal est resté relativement faible, à 4,8 points de base. En outre, comme l'année précédente, l'écart moyen entre le taux moyen pondéré et le taux marginal s'est élevé à 1,4 point de base, confirmant ainsi que les contreparties ont continué à faire preuve d'un niveau élevé de confiance et de précision quant à la prévision des montants alloués et des taux d'adjudication.

Le nombre moyen de contreparties participant aux opérations principales de refinancement a diminué de 25 % en 2002, pour revenir à 307, même si le montant total des soumissions est resté en moyenne presque deux fois supérieur aux montants

alloués. Il n'existe aucun élément indiquant que le moins grand nombre de banques ayant directement obtenu un refinancement de l'Eurosystème ait posé problème au système bancaire de la zone euro en ce qui concerne l'affectation de la liquidité de banque centrale entre établissements. En effet, la concurrence qui s'exerce pour l'obtention de la liquidité lors des opérations principales de refinancement ainsi que sur le marché au jour le jour demeure importante. La baisse de la participation aux opérations principales de refinancement résulte probablement de la poursuite du processus de consolidation du secteur bancaire de la zone euro, de la concentration accrue des activités de gestion de trésorerie au sein des groupes bancaires et de la plus grande efficacité du marché monétaire, qui ont sans doute réduit le nombre de contreparties désireuses d'obtenir directement de la liquidité auprès de l'Eurosystème.

Outre les opérations principales de refinancement, l'Eurosystème effectue aussi régulièrement des opérations de refinancement à plus long terme, sous la forme d'opérations de cession temporaire destinées à allouer de la liquidité. Elles ont une fréquence mensuelle et une échéance de trois mois. En moyenne sur l'année, les opérations de refinancement à plus long terme ont fourni quelque 29 % du volume de refinancement total. Contrairement aux opérations principales de refinancement, elles ne sont pas, en principe, destinées à régler les conditions de la liquidité ou à donner des signaux sur l'orientation de la politique monétaire. En conséquence, elles sont effectuées sous forme d'opérations classiques d'appels d'offres à taux variable, assorties de montants préannoncés, selon la procédure d'adjudication à taux multiples, dite à l'«américaine». Alors que le montant préannoncé s'est élevé à 20 milliards d'euros au premier semestre 2002, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 10 juillet, de le ramener à 15 milliards au second semestre de l'année. Le nombre moyen de banques ayant participé aux opérations de refinancement à plus long terme est revenu à 186 en 2002,

en repli de 17 % par rapport à 2001, essentiellement pour les mêmes motifs que ceux mentionnés précédemment pour les opérations principales de refinancement.

Dans les opérations de refinancement à plus long terme, la dispersion des soumissions a généralement été plus élevée que dans le cadre des opérations principales de refinancement, surtout en raison de l'absence de taux de soumission minimal et de l'échéance plus longue. En moyenne sur l'année, le taux moyen pondéré a dépassé le taux marginal de 1,9 point de base, contre 2,7 points en 2001. Le taux de couverture des appels d'offres a été de 2,1 en moyenne, en dépit de la baisse du nombre de contreparties participantes.

Comme mentionné précédemment, l'Eurosystème a effectué deux opérations de réglage fin le 4 janvier 2002 et le 10 janvier, afin de satisfaire une demande de liquidité supérieure aux prévisions liée au passage à l'euro fiduciaire. Ces opérations de cession temporaire à vingt-quatre heures ont été réalisées sous forme d'appels d'offres à taux variable, assortis du même taux de soumission minimal de 3,25 % que celui appliqué aux précédentes opérations principales de refinancement. Lors de la première opération, à laquelle 61 banques ont participé, 25 milliards d'euros ont été alloués contre 40 milliards lors de la seconde, à laquelle 63 contreparties ont participé. Le taux marginal et le taux moyen pondéré ont été de 3,30 % et 3,32 %, respectivement, lors du premier appel d'offres rapide, mais ils se sont repliés à 3,28 % et 3,30 % lors du second.

Par ailleurs, une opération de réglage fin d'apport de liquidité à six jours a été réalisée le 18 décembre sous la forme d'un appel d'offres à taux variable assorti d'un taux de soumission minimal de 2,75 %. Cinquante contreparties ont soumis des offres à cette occasion et 10 milliards d'euros ont été alloués au taux marginal de 2,80 % et au taux moyen pondéré de 2,82 %. L'opération visait à combler le déficit de liquidité qui était dû à

la présentation par les contreparties, lors de la dernière opération principale de refinancement de la période de constitution de réserves allouée le jour précédent, de soumissions inférieures au niveau nécessaire pour remplir leurs obligations de réserves. Cependant, le volume alloué, qui n'a pas entièrement compensé le déficit de liquidité, a également pris en compte le souhait de la BCE de maintenir l'incitation des contreparties à soumissionner suffisamment lors des opérations principales de refinancement.

1.4 Les facilités permanentes

Le recours aux facilités permanentes par les établissements de crédit est généralement motivé par deux éléments. Premièrement, si un déséquilibre global de liquidité se produit, l'ensemble du système bancaire dispose de trop peu ou de trop de liquidité par rapport au montant total des réserves obligatoires à constituer. Si ces déficits ou excédents de liquidité se forment après que la dernière opération principale de refinancement de la période de constitution a été allouée, ils doivent être contrebalancés par un recours global à la facilité de prêt marginal ou à la facilité de dépôt. Il convient de souligner que ces déséquilibres globaux expliquent les pointes observées dans la partie inférieure du graphique 28. Deuxièmement, des flux de paiement inattendus entre banques en fin de journée, lorsque le marché monétaire n'est plus liquide, peuvent entraîner des recours individuels aux facilités permanentes. Ces recours peuvent avoir lieu à tout moment de la période de constitution si, pour une raison ou une autre, les flux de liquidité inattendus ne peuvent être automatiquement lissés par le mécanisme de constitution en moyenne des réserves obligatoires.

En 2002, le recours tant global qu'individuel aux facilités permanentes a diminué. L'utilisation de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt a été, respectivement, inférieure de 32 et 64 % par rapport à 2001.

Le recul du recours global aux facilités permanentes peut avant tout être attribué au fait qu'il n'y a eu qu'un épisode relativement mineur d'insuffisance des soumissions (*underbidding*) en 2002, mais il s'explique aussi par l'amélioration des prévisions de l'Eurosystème relatives aux besoins de refinancement. L'utilisation individuelle des facilités permanentes est en constante diminution depuis début 1999 et a atteint une moyenne journalière de 0,1 milliard d'euros en 2002. Cette évolution reflète probablement la plus grande efficacité de la gestion de la liquidité par les contreparties.

1.5 Le système des réserves obligatoires

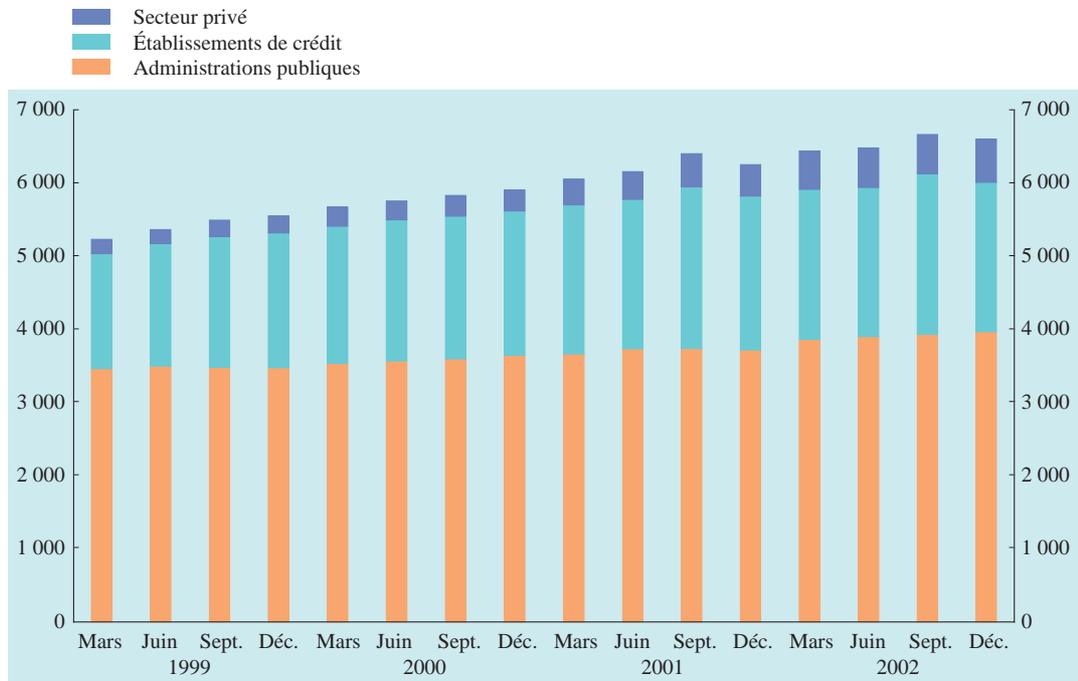
La moyenne des réserves obligatoires totales à constituer par les établissements de crédit de la zone euro s'est établie à 129,9 milliards d'euros en 2002. Même si cela représente une progression de 5,9 milliards d'euros par rapport à 2001, la tendance générale a été à la baisse pendant l'année. Le niveau le plus élevé des réserves obligatoires totales a atteint 131,7 milliards d'euros durant la période de constitution ayant pris fin le 23 février 2002 et le plus bas, 127,7 milliards durant la période de constitution ayant eu pour terme le 23 octobre. L'assiette mensuelle moyenne des réserves, soumise au coefficient de réserves de 2 %, a augmenté de 3,5 % par rapport à 2001, soit un taux de croissance sensiblement inférieur à celui observé au cours des années précédentes.

Sur les 6 926 établissements de crédit assujettis à la constitution de réserves à fin 2002, 4 432 ont rempli leurs obligations directement, alors que les autres les ont constituées indirectement par le biais d'un intermédiaire. Les avoirs en compte courant des banques se sont situés entre 109,1 milliards d'euros et 161,7 milliards au cours de l'année, montrant par là qu'un volant important contre les retraits imprévus de liquidité était toujours disponible (cf. la partie supérieure du graphique 28). Essentiellement en raison du mécanisme de

Graphique 29

Actifs de niveau 1 éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème

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



Source : BCE

constitution en moyenne des réserves obligatoires, la volatilité de l'Eonia (taux moyen au jour le jour de l'euro) est restée faible en 2002. L'écart-type des variations quotidiennes n'a été que de 12 points de base, ce qui est plutôt peu selon les normes internationales et compte tenu de la très faible fréquence des opérations de réglage fin, contre 15 points en 2001. Dès lors, les deux principales fonctions du système de réserves obligatoires, à savoir la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire et l'accentuation du besoin structurel de refinancement du système bancaire, ont été remplies avec succès en 2002.

En 2002, 28 cas de manquement à l'obligation de constituer des réserves obligatoires ont été rapportés, en moyenne, par période de constitution, ce qui correspond à un déficit journalier moyen de 10,5 millions d'euros. La moitié de ces manquements n'ont concerné que de faibles montants, et des pénalités inférieures à 500 euros ont été imposées. Cependant, plusieurs infractions assez graves ont également été enregistrées et 13 d'entre

elles ont entraîné, pendant l'année, des amendes dépassant 10 000 euros. La plupart des établissements de crédit en infraction ont reconnu leurs erreurs, tandis que dix établissements ont soulevé des objections qui ont nécessité une décision du Directoire de la BCE.

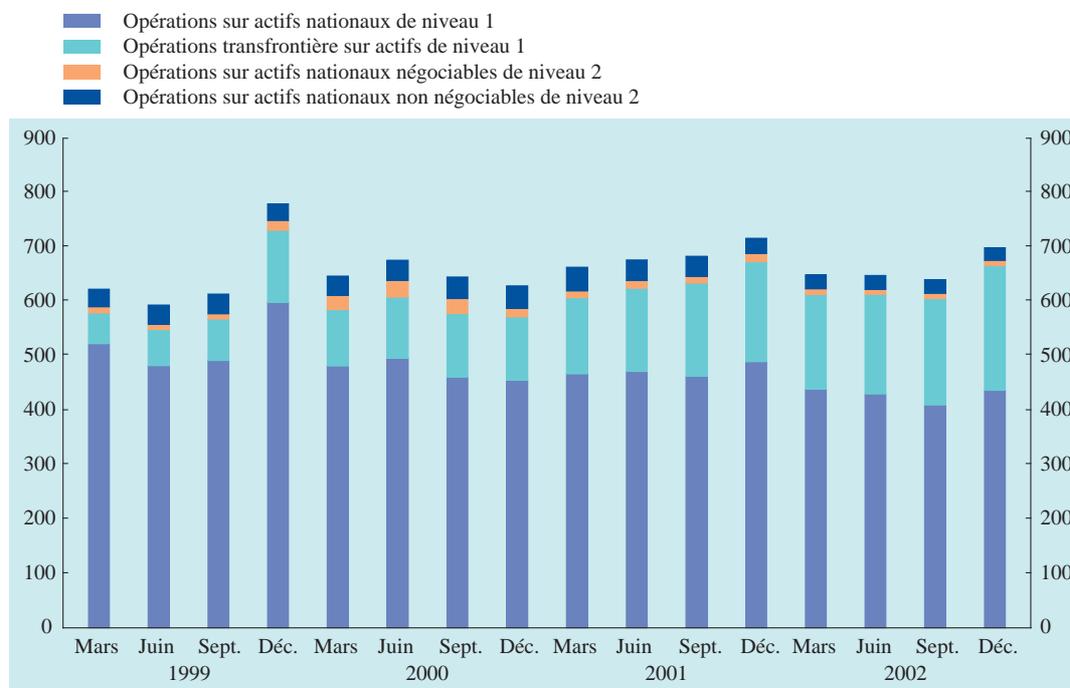
1.6 Les actifs éligibles

Les statuts du SEBC stipulent que toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème doivent être couvertes par des garanties appropriées. Le dispositif de garanties de l'Eurosystème vise à éviter à celui-ci d'encourir des pertes à l'occasion des opérations de politique monétaire ou de systèmes de paiement (cf. également le chapitre III sur les mesures de gestion des risques), à veiller à l'égalité de traitement des contreparties et à optimiser le fonctionnement opérationnel. Des critères communs d'éligibilité sont appliqués aux garanties acceptées pour les opérations de crédit effectuées par l'Eurosystème.

Graphique 30

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

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



Source : BCE

Parallèlement, les différences au niveau des pratiques des banques centrales et des structures financières à travers la zone euro ainsi que la nécessité d'assurer une disponibilité suffisante de garanties appropriées pour les opérations de crédit de l'Eurosystème font l'objet d'une attention particulière. L'article 102 du Traité instituant la Communauté européenne interdit l'accès privilégié des institutions publiques aux institutions financières ; par conséquent, aucune discrimination ne peut être faite en matière de garanties au motif de la nature publique ou privée des émetteurs.

Pour tenir compte des différences entre les structures financières des pays de la zone euro, les actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème comportent un grand nombre d'instruments différents. Une distinction est opérée entre deux catégories d'actifs éligibles : les actifs de « niveau 1 » et les actifs de « niveau 2 ». Cette distinction n'a pas d'incidence sur leur éligibilité aux différents types d'opérations de politique

monétaire de l'Eurosystème, si ce n'est que les actifs de niveau 2 ne sont normalement pas susceptibles d'être utilisés par l'Eurosystème dans des opérations ferme (qui n'ont pas été effectuées jusqu'à présent). Le niveau 1 est composé de titres de créance négociables qui satisfont aux critères d'éligibilité uniformes définis par la BCE. Le niveau 2 comprend les actifs qui revêtent une importance particulière pour les marchés de capitaux et les systèmes bancaires nationaux et pour lesquels les critères d'éligibilité sont établis par les BCN, conformément aux critères *minima* d'éligibilité. Les critères nationaux d'éligibilité spécifiques aux actifs de niveau 2 sont soumis à l'approbation de la BCE. Les actifs de niveau 2 peuvent être des titres de créance négociables ou non négociables sur un marché, ou des actions.

Les actifs de niveau 1 (composés seulement de titres de créance) sont constitués, en grande partie, d'emprunts publics, c'est-à-dire d'actifs émis par les administrations centrales, d'États fédérés et locales, ainsi que

les administrations de sécurité sociale, et de titres du type *Pfandbriefe*, émis par les établissements de crédit et garantis par des hypothèques sur des immeubles d'habitation ou par des créances sur le secteur public. Ensemble, les titres publics et du type *Pfandbriefe* forment la source la plus abondante d'actifs éligibles (cf. graphique 29). Les actifs de niveau 1 comprennent également les titres émis par les institutions internationales et supranationales et des titres du secteur privé (à savoir les obligations non adossées émises par les établissements de crédit, les obligations émises par les entreprises et les titres adossés à des actifs autres que du type *Pfandbriefe*). En particulier, les obligations émises par les entreprises ont enregistré une progression sensible depuis 1999. Outre les actifs négociables, les actifs de niveau 2 sont constitués de titres de créance non négociables sur un marché, tels que les prêts bancaires, les effets de commerce et les billets à ordre adossés à des créances hypothécaires.

Le montant total des actifs de niveau 1 admis en garantie des concours de l'Eurosystème a atteint 6 900 milliards d'euros à fin 2002 contre 6 600 milliards fin 2001, alors que celui des actifs négociables de niveau 2 est revenu de 340 millions d'euros en 2001 à 265 millions en 2002, essentiellement en raison des évolutions sur les marchés boursiers³. Globalement, les actifs de niveau 1 ont représenté une proportion croissante des actifs éligibles (96 % à fin 2002).

Le montant total des actifs livrés par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème s'est élevé à 700 milliards d'euros fin 2002, contre 720 milliards fin 2001. Dans l'ensemble, la part des titres de créance émis par des établissements de crédit dans le montant total est demeurée à 52 % comme en 2001. La part des obligations d'entreprises a enregistré la même orientation, bien qu'à un niveau inférieur, alors que celle des émissions publiques a diminué. La part des prêts bancaires non négociables a été relativement stable, représentant 4 % environ de

l'ensemble des actifs livrés en garantie pendant les quatre dernières années.

Les contreparties de l'Eurosystème peuvent procéder à une utilisation transfrontière des actifs éligibles, c'est-à-dire emprunter des fonds auprès de la banque centrale du pays dans lequel elles sont établies en utilisant des actifs localisés dans un autre pays de la zone euro. Le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC), ainsi que les liens entre les systèmes de règlement de titres qui ont été jugés conformes aux normes de l'Eurosystème permettent l'utilisation transfrontière de garanties dans tous les types d'opérations d'apport de liquidité de l'Eurosystème. Le MBCC peut être utilisé pour tous les actifs éligibles, y compris les actifs non négociables et les actifs de niveau 2 ayant une liquidité réduite et des caractéristiques particulières qui ne peuvent être transférés par le biais d'un système de règlement de titres (cf. chapitre VII). La part des garanties transfrontière dans le total des garanties livrées dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème a sensiblement progressé, passant de 9 % en avril 1999 à 33 % fin 2002 (cf. graphique 30). Cette augmentation concerne tous les types d'actifs et plus particulièrement ceux émis par les établissements de crédit et les entreprises. La gestion et la publication de la liste complète des actifs admis en garantie des concours de l'Eurosystème sont centralisées à la BCE, qui gère une base de données sur les actifs éligibles. Les BCN fournissent à la BCE les informations sur les actifs éligibles émis sur leurs marchés nationaux respectifs. Les actifs ne sont admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème que s'ils figurent sur la liste publiée par la BCE. Depuis juin 2002, la BCE collecte quotidiennement les données et les publie dans la section *MFIs and Eligible assets* de son site Internet. Les parties intéressées peuvent également demander les mises à jour ou la liste complète des actifs éligibles sous forme électronique. La nouvelle procédure de mise à jour a permis

³ L'encours des titres de créance est présenté en valeur nominale, alors que les actions sont valorisées au prix du marché.

d'augmenter la qualité, l'efficacité et la fiabilité du service offert aux contreparties de l'Eurosystème.

1.7 L'activité sur le marché monétaire

L'introduction de l'euro a entraîné la création, au sein de la zone euro, d'un important marché monétaire liquide et intégré, particulièrement dans le compartiment non garanti (opérations de prêt en blanc et *swaps* de change, par exemple). Des progrès ont également été réalisés en 2002 dans le compartiment garanti du marché monétaire (opérations de pension et titres à court terme, par exemple), lequel accuse jusqu'à présent le retard le plus important.

Le marché des pensions en euros a évolué en termes tant de taille que de structure, devenant une solution de rechange solide aux prêts et emprunts en blanc ou à l'émission de titres à court terme. L'utilisation des pensions pour obtenir des financements s'est étendue à un large éventail d'opérateurs de marché. La plupart des opérations de pension ont comme support des obligations d'émetteurs souverains, mais une diversification du type de garanties utilisées est intervenue. Une tendance générale se dégage en faveur de l'acceptation d'un gisement plus large d'obligations souveraines sur le marché des pensions en vrac, renforcée par le lancement de l'indice Eurepo en mars 2002, qui constitue la référence pour le marché des pensions en vrac en euros. Cependant, en dépit des progrès considérables qui ont été enregistrés, l'intégration des marchés de pension nationaux en un marché unifié demeure un processus lent et complexe.

Dans le compartiment des titres à court terme, caractérisé par un degré moins élevé de développement et d'intégration, l'ACI-STEP (Groupe d'action sur les titres européens à court terme mis en place par l'ACI – *The Financial Markets Association* (Association Cambiste international) a lancé une initiative visant à améliorer la situation actuelle. Le groupe d'action a jusqu'à présent émis un certain nombre de recommandations. Pour le compte de l'ACI, la BCE a organisé une consultation publique sur la manière d'intégrer davantage les marchés européens de titres à court terme, dont les résultats seront publiés en 2003.

Le troisième rapport du SEBC sur la structure et le fonctionnement du marché monétaire de la zone euro⁴, fondé sur des données collectées en 2001 auprès des banques, a montré que la croissance globale de l'activité du marché monétaire s'est poursuivie, bien qu'à un rythme plus faible que les années précédentes. Dans le compartiment non garanti, les données n'ont pas fait apparaître de tendance nette dans les volumes de transactions, mais ont confirmé que l'activité est concentrée dans le compartiment au jour le jour et sur les échéances inférieures ou égales à un mois. Dans le compartiment garanti, la croissance de l'activité s'est poursuivie en 2001, alors que dans celui des instruments dérivés de gré à gré, la croissance la plus soutenue a été enregistrée pour les *swaps* de taux d'intérêt et les *swaps* multi-devises. Enfin, l'activité dans les contrats à terme de taux d'intérêt, les options et les titres à court terme libellés en euros a sensiblement progressé.

2 Les opérations de change et la gestion des réserves de change et des fonds propres de la BCE

2.1 Les opérations de change

En 2002, la BCE n'est pas intervenue de sa propre initiative sur le marché des changes.

Toutefois, le 28 juin, la BCE a procédé à des interventions sur le marché des changes pour

⁴ The Euro Money Market Study 2001, décembre 2002.

le compte de la Banque du Japon, en vertu de l'accord passé avec cette dernière, agissant en tant qu'agent du ministère japonais des Finances.

L'accord permanent entre la BCE et le Fonds monétaire international (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 une seule occasion en 2002.

2.2 La gestion des réserves de change

L'objectif de la gestion des réserves de change de la BCE est de garantir que cette dernière dispose, à tout moment, de liquidités suffisantes pour procéder à des interventions de change, si et quand le Conseil des gouverneurs le juge nécessaire. La liquidité et la sécurité sont par conséquent les deux impératifs de base qui guident les placements des réserves de change de la BCE. Ces réserves de change sont gérées de manière à maximiser leur valeur tout en tenant compte de ces contraintes.

À fin 2002, les avoirs nets de réserve de change de la BCE s'élevaient à 43,2 milliards d'euros contre 46,8 milliards à fin 2001. Cette différence est essentiellement liée à l'appréciation de l'euro en 2002. La BCE a la possibilité d'appeler des avoirs de réserve supplémentaires auprès des BCN de la zone euro dans le respect des dispositions du droit dérivé de la Communauté européenne (Règlement du Conseil CE n° 1010/2000 du 8 mai 2000 concernant l'appel d'avoirs de réserve supplémentaires par la Banque centrale européenne).

Les réserves de change de la BCE sont gérées de manière décentralisée par les BCN de la zone euro, sur la base des orientations retenues en matière de placement, d'un portefeuille de référence stratégique approuvé par le Conseil des gouverneurs et d'un portefeuille tactique déterminé par le Directoire. Outre la répartition par devises,

la BCE définit quatre paramètres clés pour le placement de ses réserves de change : premièrement, un portefeuille de référence à deux niveaux (c'est-à-dire stratégique et tactique) pour chaque devise ; deuxièmement, les écarts autorisés par rapport à ces portefeuilles en termes de risque de taux d'intérêt ; troisièmement, une liste d'instruments et d'opérations éligibles ; enfin, les limites assignées pour l'exposition au risque de contrepartie (cf. chapitre III). Les BCN utilisent ensuite la marge de manœuvre qui leur est laissée par les écarts autorisés et les limites relatives aux risques afin de maximiser le rendement de leurs portefeuilles par rapport au portefeuille de référence tactique, sous le contrôle de la BCE. Lorsqu'elles effectuent des placements pour la BCE, les BCN agissent au nom de celle-ci, sur la base d'un mandat explicite, afin que les contreparties de la BCE puissent distinguer les opérations effectuées par les BCN pour le compte de la BCE de celles que les BCN réalisent dans le cadre de la gestion de leurs propres réserves de change.

Le Conseil des gouverneurs a défini la répartition par devises des réserves de change de la BCE, qui consistent essentiellement en dollars des États-Unis, mais comportent aussi des yens japonais, de l'or et des DTS. La répartition par devises est fondée sur des études sur la ventilation optimale en devises ainsi que sur les besoins opérationnels prévisionnels de la BCE, et le Conseil des gouverneurs peut la modifier si et quand il le juge approprié. Les avoirs en or de la BCE ne font pas l'objet d'une gestion active, conformément à l'accord du 26 septembre 1999 sur les avoirs en or des banques centrales. Cet accord stipule notamment que les signataires n'accroîtront pas leur activité de prêt d'or, non plus que leur activité en matière de contrats à terme et d'options sur or.

Les BCN gèrent les réserves de change de la BCE conformément aux orientations et aux instructions de cette dernière. En outre, elles gèrent leurs propres réserves de change à leur convenance. Au-delà d'un certain

montant, les BCN doivent déclarer leurs opérations en devises à la BCE ou les soumettre à l'accord de celle-ci, afin d'assurer leur cohérence avec la politique monétaire de la BCE.

Depuis son lancement, ce cadre a fonctionné de manière satisfaisante, et des actions sont constamment entreprises en vue de perfectionner les techniques de gestion de portefeuille et des risques. Compte tenu de l'extension progressive de la panoplie des instruments de placement utilisés et afin d'améliorer l'efficacité des prises de positions, des contrats à terme sur le marché monétaire et sur obligations ont été mis en place, avec succès, au premier trimestre 2002, pour gérer les réserves de change.

Conformément à la Norme spéciale de diffusion des données du FMI, des données sur les réserves de change et les disponibilités en devises tant de la BCE que de l'Eurosystème se rapportant au mois précédent sont publiées chaque mois sur le site Internet de la BCE, en complément des informations fournies par la situation financière consolidée de l'Eurosystème, qui est publiée chaque semaine sur ce même site.

2.3 La gestion des fonds propres

Le principal objectif du capital de la BCE est de lui fournir une réserve destinée à faire face à des pertes éventuelles. De plus, la gestion des fonds propres de la BCE doit tendre à générer des revenus supérieurs au taux moyen pondéré d'adjudication des opérations principales de refinancement de la BCE à long terme.

À fin 2002, le portefeuille de fonds propres de la BCE s'élevait à 5,6 milliards d'euros, contre 4,8 milliards à fin 2001. Cette évolution reflète pour partie l'affectation d'une part du bénéfice d'exploitation global réalisé en 2001 par la BCE au fonds général de réserve, qui constitue un élément des fonds propres. Outre l'augmentation de ce dernier, la variation de la taille du portefeuille de fonds

propres en 2002 a également été liée aux revenus d'intérêts encaissés et à l'évolution de la valeur de marché des avoirs en portefeuille.

Les organes de décision de la BCE fixent quatre paramètres clés pour le placement de ses fonds propres sur les marchés obligataires européens : premièrement, un portefeuille de placement stratégique ; deuxièmement, un écart autorisé par rapport à ce portefeuille en termes de risque de taux d'intérêt ; troisièmement, une liste d'instruments et d'opérations éligibles ; et quatrièmement, les limites assignées à l'exposition au risque de contrepartie. La BCE utilise ensuite la marge de manœuvre qui lui est laissée par les écarts autorisés et les limites relatives aux risques afin de maximiser le rendement de son portefeuille de fonds propres.

Étant donné leur objectif et les paramètres clés exposés ci-dessus, les fonds propres de la BCE sont principalement investis dans des emprunts publics de la zone euro et certaines autres obligations garanties ayant une notation élevée. Certains contrats à terme sur obligations libellés en euros et certaines opérations directes de prêt de titres de la zone euro ont été ajoutés aux instruments éligibles en 1999, et un programme automatique de prêt de titres a été mis en service en 2001 pour les fonds propres. Par ailleurs, la BCE a poursuivi en 2002 la diversification de ses placements à revenu fixe vers des émetteurs non souverains de grande qualité, afin d'améliorer le couple risque/rendement de son portefeuille de fonds propres.

2.4 L'organisation de la gestion des réserves de change et des fonds propres de la BCE

En décembre 2001, les activités de gestion du portefeuille de la BCE ont été partiellement réorganisées par le Directoire, ces mesures étant entrées en vigueur à compter du 1^{er} janvier 2002. Les activités de gestion des réserves de change et des fonds propres de la

BCE ont été réunies dans une même division, de façon à maximiser les synergies entre ces deux domaines, d'une part, et à renforcer le dispositif de type « muraille de Chine » entre les opérations de politique monétaire et les activités de placement, d'autre part.

Parallèlement au renforcement du dispositif de type « muraille de Chine », d'autres dispositions ont été mises en œuvre de façon à ce que les activités de placement de la BCE n'interfèrent pas avec la politique monétaire de celle-ci. Premièrement, il n'y a pas de gestion active des devises et, deuxièmement, les fonds propres de la BCE sont gérés de manière semi-passive, afin d'éviter d'émettre

des signaux susceptibles d'être interprétés à tort comme ayant un lien avec la politique monétaire, en particulier en cas d'opérations sur le marché monétaire.

Outre l'amélioration précitée, de nature organisationnelle, des travaux ont été entrepris en vue de renforcer l'efficacité des activités de gestion du portefeuille de la BCE par le biais, par exemple, de la mise en place de plates-formes de courtage électroniques. Les fonctionnalités du système informatique de gestion de portefeuille ont également été améliorées, notamment dans le domaine de la gestion des garanties.



Willem Duisenberg, président de la BCE, reçoit le 9 mai 2002 le Prix international Charlemagne 2002 d'Aix-la-Chapelle décerné à l'euro lors d'une cérémonie à l'hôtel de ville.

Chapitre III

La gestion des risques

I Vue d'ensemble

La BCE dispose d'une structure de gestion des risques permettant de mesurer, de surveiller et d'établir tout rapport concernant tous les risques résultant des opérations financières et de politique monétaire encourus par elle, directement ou par les douze BCN de l'Eurosystème agissant pour son compte. La fonction de gestionnaire du risque de la BCE inclut la responsabilité de l'intégration du processus complet des politiques, procédures et systèmes que la BCE a mis au point pour contrôler ces risques.

La structure de gestion des risques de la BCE se focalise sur deux domaines principaux : les opérations liées à la politique monétaire et les opérations de placement. Le premier porte sur les risques associés à la politique monétaire de l'Eurosystème et aux opérations des systèmes de paiement (principalement par le biais du système *Target*, lors de l'approvisionnement en liquidité

intrajournalière). Le second concerne les risques afférents à la gestion des réserves de change et des fonds propres de la BCE.

Afin d'éviter les conflits d'intérêts et conformément aux meilleures pratiques, les processus de mesure, de surveillance et d'élaboration de rapports concernant les risques à la BCE sont couplés à une déclaration directe, par voie hiérarchique, au Directoire, séparée des fonctions auxquelles incombe la prise de risque.

La structure de gestion des risques de la BCE a fonctionné de façon efficace en 2002, évolution s'inscrivant dans le cadre de la performance globalement positive observée depuis le début de l'Union monétaire. Ce succès reflète l'engagement de la BCE en vue de la construction et du maintien d'une culture de gestion du risque forte et active qui est essentielle pour sa réputation et sa crédibilité à long terme.

2 Les opérations liées à la politique monétaire

Dans la conduite de la politique monétaire (c'est-à-dire la politique monétaire proprement dite et les opérations de crédit des systèmes de paiement), l'Eurosystème court un risque lorsqu'il effectue une opération avec une contrepartie qui peut se révéler incapable de s'acquitter de ses obligations de crédit. Le risque de crédit est atténué par les exigences formulées en termes de garanties liées aux crédits octroyés. Bien que le recours à des garanties minimise le risque de pertes financières dues au défaut de la contrepartie, il ne l'élimine pas complètement. La constitution de garanties transforme le risque de crédit en risques de marché et de liquidité ou, en d'autres termes, en risque de réaliser la garantie avec une perte en cas de mouvement défavorable du marché ou si un événement affecte la liquidité. Le cadre de la gestion des risques mis en place vise à gérer de manière effective les risques potentiels de marché et de

liquidité auxquels l'Eurosystème peut être exposé lors de la réalisation de garanties émanant d'une contrepartie en défaut, au cours d'une opération liée à la politique monétaire.

Ce cadre met aussi nettement l'accent sur l'évaluation de la qualité de crédit des garanties éligibles pour les opérations de politique monétaire, dans la mesure où il s'agit d'un facteur essentiel d'atténuation du risque de crédit. Tous les actifs admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème doivent répondre à certains critères communs, définis dans le dispositif de garanties. Le fait que l'actif utilisé en garantie pour les opérations de crédit de l'Eurosystème doive répondre à des critères élevés de qualité de crédit constitue un critère d'éligibilité important. La fonction de gestionnaire des risques de la BCE recouvre l'évaluation et la surveillance des différentes

sources d'information sur le risque de crédit utilisées par l'Eurosystème dans l'estimation des critères d'éligibilité des actifs financiers. Elle comprend également une mission de conseil sur le niveau minimum de qualité de crédit requis pour les nouvelles catégories d'actifs qui, périodiquement, sont proposées afin d'être intégrées dans l'ensemble des garanties éligibles de l'Eurosystème.

En raison des différences existant entre les structures financières des États membres et pour répondre à des objectifs propres à l'Eurosystème, une distinction est opérée entre deux catégories d'actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème. Ces deux catégories sont désignées sous les termes d'actifs de « niveau 1 » et de « niveau 2 » (cf. chapitre II).

3 Le cadre de la gestion des risques des opérations de politique monétaire

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

Le contrôle des risques des garanties

Les actifs de niveau 1 et de niveau 2 font l'objet de mesures de contrôle des risques. Celles-ci sont appliquées aux actifs apportés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème afin de couvrir celui-ci contre le risque de perte financière dans l'hypothèse où les actifs sous-jacents devraient être réalisés en raison de la défaillance d'une contrepartie. En réalisant les garanties, l'Eurosystème recouvre la liquidité fournie. C'est dans ce type de situation que l'Eurosystème court des risques de marché et de liquidité liés aux garanties. Pour contrôler ces risques, l'Eurosystème disposait en 2002, comme précédemment, des marges initiales, décotes, marges de variation, limites appliquées aux émetteurs/débiteurs ou garants, ainsi que de garanties complémentaires et a eu recours aux trois premiers types d'instruments durant cette période.

En vue d'obtenir un niveau approprié de contrôle des risques, il est procédé, conformément aux meilleures pratiques en usage sur le marché, à une évaluation des

paramètres tels que l'évolution des cours réelle et potentielle, et les volatilités correspondantes. Des calculs du risque potentiel de perte maximale (*value at risk*) sont effectués afin d'estimer les décotes nécessaires pour tenir compte de la perte maximale de la valeur de marché susceptible de résulter des garanties, eu égard aux évolutions passées et sous réserve d'un intervalle de confiance statistique défini au cours d'une période de temps donnée. Les mesures complémentaires utilisées pour étalonner les décotes comprennent des simulations rétrospectives et des simulations en situation de forte tension (*stress testing*).

L'Eurosystème applique des décotes suivant le type d'actif, l'échéance résiduelle et la structure du coupon. Les décotes sont appliquées en déduisant un certain pourcentage de la valeur de marché de l'actif. Les marges initiales sont appliquées au montant du crédit. Des appels de marge symétriques, ou marges de variation, sont effectués chaque fois que la valeur de l'actif remis en garantie ne correspond plus aux exigences en matière de garantie. Les appels de marge peuvent être satisfaits soit par la remise d'actifs complémentaires, soit au moyen de paiements en numéraire.

Pour les actifs de niveau 1, trois groupes de décotes ont été de nouveau utilisés en 2002 : les instruments à taux fixe, à taux variable et à taux variable inversé. Les décotes appliquées aux actifs de niveau 2 reflètent les risques spécifiques découlant de ces actifs et

sont au moins aussi strictes que celles appliquées aux actifs de niveau 1. Les marges initiales et les appels de marge sont appliqués de façon identique aux actifs de niveau 2 et aux actifs de niveau 1. Quatre groupes de décotes différents sont utilisés pour les actifs de niveau 2, en liaison avec leurs différences de caractéristiques intrinsèques et de liquidité. En 2002, des travaux ont été réalisés en vue d'intégrer le risque de liquidité aux décotes des actifs de niveau 1.

Les principes de valorisation

Les actifs apportés en garantie font l'objet d'une valorisation quotidienne et les BCN calculent chaque jour la valeur requise des actifs sous-jacents, en tenant compte des principes de valorisation exigés par l'Eurosystème.

En ce qui concerne les actifs négociables de niveau 1 et de niveau 2, un marché de référence unique sert de source d'informations en matière de prix. Le prix le plus représentatif sur le marché de référence devient prix de référence et sert au calcul de la valeur des garanties, selon une méthode de comptabilisation au prix du marché. En cas de cotation en fourchette de cours, le cours le plus bas est retenu. Pour les actifs non négociables de niveau 2 ou pour les actifs négociables qui ne se négocient pas suivant les règles habituelles, c'est-à-dire ceux auxquels la comptabilisation au prix du marché ne peut être appliquée, une méthode de modélisation fondée sur la valeur actualisée des revenus futurs est appliquée. L'actualisation est réalisée au moyen d'une courbe appropriée des obligations zéro-coupon et les différences de risque de contrepartie entre émetteurs sont explicitement reflétées par des écarts de crédit. En 2002, des travaux visant à améliorer les méthodes de valorisation ont débuté afin de répondre au besoin de valorisation quotidienne des garanties, au moyen de valorisations représentatives. Dans le cadre de ce futur dispositif de valorisation, une attention toute particulière sera accordée à l'amélioration des méthodes de valorisation

théorique et aux contrôles nécessaires pour garantir une valorisation représentative lorsqu'elle est fondée sur des prix de marché.

L'évaluation du risque de contrepartie

Les actifs apportés en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème doivent satisfaire à des normes de crédit élevées. Des garanties de très grande qualité sont exigées pour atténuer le risque de signature afférent à la contrepartie qui emprunte de la liquidité à l'Eurosystème. Lorsque les garanties concernées ne présentent aucun risque de défaillance (par exemple les emprunts publics), la constitution de garanties est une manière de transformer le risque de signature en risque de marché (géré conformément aux mesures de contrôle des risques décrites ci-dessus) dans la mesure où la contrepartie sujette à défaillance fournit, en garantie de sa position, un actif ne présentant aucun risque de défaillance. Même lorsque les garanties elles-mêmes présentent un risque de défaut (comme dans le cas des obligations privées), le risque de signature est fortement atténué si la qualité de crédit des obligations est suffisamment élevée.

Dans l'évaluation des critères des titres de créance, la BCE tient compte, entre autres, des notations de marché publiées par les agences et des systèmes d'évaluation des risques de contrepartie propres aux BCN, ainsi que de certains critères institutionnels, concernant notamment les garanties, susceptibles d'assurer une protection particulièrement élevée aux détenteurs. L'Eurosystème n'accepte pas comme actifs mobilisables les titres de créance émis ou garantis par la contrepartie ou par toute autre entité avec laquelle celle-ci entretient des liens étroits. La qualité de crédit des actifs éligibles est constamment suivie afin de vérifier qu'elle soit au moins équivalente au niveau minimal de solidité financière spécifié par l'Eurosystème.

La BCE agit en qualité d'expert de l'Eurosystème en ce qui concerne l'analyse de

l'éligibilité des agences de notation qui évaluent les garanties. La BCE applique un certain nombre de critères dans le cadre du processus d'évaluation, où l'indépendance et la crédibilité sont des éléments essentiels. La BCE examine également les évaluations fournies par les systèmes d'évaluation des BCN et, dans certains cas, celles fournies par les agences de notation nationales qui évaluent les actifs domestiques de niveau 2.

En 2002, la BCE a poursuivi ses efforts visant à améliorer la comparabilité des différentes sources d'évaluation du crédit utilisées pour juger les garanties et l'analyse de nouvelles sources d'informations permettant l'évaluation des crédits, prenant ainsi en compte l'incidence prévisible des propositions du Comité de Bâle concernant le Nouvel accord sur les fonds propres.

4 Les opérations de placement

La BCE procède à deux types de placement : d'une part, elle possède un portefeuille de réserve qui comprend des réserves en devises, or et droits de tirage spéciaux (DTS), et, d'autre part, un portefeuille de placements en euros (les « fonds propres » de la BCE). Ces activités de placement exposent la BCE à une série de risques. Lors des opérations de placement, la BCE encourt les risques de marché nés des variations défavorables de taux d'intérêt, de taux de change ou des prix d'autres actifs tels que l'or. En outre, la BCE est exposée au risque de liquidité. Ce dernier est un critère essentiel dans la gestion du portefeuille des réserves de change, dont l'un des objectifs primordiaux consiste à pouvoir disposer d'actifs très liquides susceptibles d'être mobilisés lors d'une intervention sur les marchés de change. Enfin, les placements de la BCE sont exposés au risque de signature. Le cadre du contrôle des risques des opérations de placement de la BCE définit les politiques, systèmes et outils de gestion de ces risques.

Les réserves de change sont libellées en dollars des États-Unis et en yens japonais et sont activement gérées par les BCN de

l'Eurosystème pour le compte de la BCE. Le principal objectif de la détention de ce portefeuille est l'éventuel recours à celui-ci lors d'une intervention sur les marchés de change. Les positions en or ne font pas l'objet d'une gestion active, conformément à l'Accord sur les avoirs en or des banques centrales du 26 septembre 1999.

Les « fonds propres » de la BCE (c'est-à-dire le portefeuille propre) sont gérés à la BCE par une équipe de gestionnaires de portefeuille. Le placement de ces fonds doit assurer à la BCE une réserve permettant de couvrir les pertes éventuelles et générant sur le long terme des revenus sur les fonds placés supérieurs au taux moyen des opérations principales de refinancement de la BCE.

La santé financière de la BCE et sa réputation dépendent de la bonne gestion du portefeuille de valeurs. La structure de la gestion des risques est indépendante de l'unité de prise de risque. L'indépendance de la fonction de gestionnaire des risques est intégrée à la structure organisationnelle de la BCE.

5 La structure de la gestion des risques liés aux opérations de placement

Le cadre de la gestion des risques liés aux opérations de placement de la BCE se compose de trois éléments interdépendants,

à savoir les mesures de gestion des risques, l'analyse des performances des placements et le cadre analytique de la répartition des actifs.

Les mesures et la conformité de la gestion des risques

La BCE étant exposée à des risques de marché, de crédit et de liquidité, l'exposition à ces risques et la conformité aux paramètres des risques sont analysées quotidiennement. Ce suivi indépendant fait partie intégrante du cadre des placements. Les principales mesures du risque de marché observées sont la duration modifiée et le risque potentiel de perte maximale. Le respect d'une série de restrictions en matière de contreparties et de catégories d'actifs fait partie du système de gestion des risques de crédit de la BCE. Toutes les contreparties éligibles doivent répondre à des critères minimaux de notation et satisfaire certaines exigences opérationnelles. Le profil de liquidité des placements est lui aussi suivi quotidiennement. Tous les actifs éligibles doivent répondre à des critères de liquidité convenus au préalable. Des procédures claires sont en place pour la déclaration et le traitement de tout dysfonctionnement de ce cadre.

En 2002, les efforts visant à mettre en place une plate-forme informatique unique rassemblant toutes les applications de gestion des risques et complétant le système de trésorerie actuel se sont poursuivis. Enfin, compte tenu de l'élargissement de la sphère des placements de la BCE et des évolutions survenues dans la gestion des actifs, des travaux visant à fixer et allouer des limites relatives de risque potentiel de perte maximale pour les gestionnaires de portefeuille ont été entrepris. La mise en œuvre de ce concept se traduira par de nouvelles exigences à la fois pour les gestionnaires de risques et les gestionnaires de portefeuille.

L'analyse des performances de placement

La mesure et l'analyse des performances représente une large part des activités de gestion des risques. Des performances mensuelles sont calculées pour tous les

portefeuilles. En outre, des rapports semestriels et annuels plus détaillés d'analyse des performances sont préparés et soumis au Conseil des gouverneurs.

Les sources de performance concernant les portefeuilles de référence sont également identifiées et fournissent des informations utiles aux gestionnaires de portefeuille. La globalisation de ces données sur des périodes plus longues permet de tirer des conclusions plus détaillées. Cette analyse peut également aider les responsables à décider de toute modification de la structure des placements. Le recours à diverses catégories d'actifs et à des positions de crédit différentes au sein des portefeuilles est également analysé afin de mieux comprendre les performances. Des travaux sont en cours afin de renforcer et affiner le système de ventilation de l'origine des résultats. Ceci enrichira l'analyse *a posteriori* des performances et permettra aux responsables de fonder leur réflexion sur des tendances et des configurations claires.

Le cadre analytique de la répartition des actifs

Le cadre de la répartition des actifs est la pierre angulaire du processus d'investissement de la BCE. L'accent est mis en priorité sur une répartition optimale par devises des réserves de change et sur une répartition optimale des actifs pour chaque portefeuille en devises. Tous ces éléments sont pris en compte dans des portefeuilles de référence, qui sont destinés à refléter les préférences à long terme de la BCE en ce qui concerne le couple rendement/risque. Les portefeuilles de référence sont essentiels pour les performances des placements de la BCE, étant donné qu'ils sont les principaux déterminants des revenus induits.

L'objectif de la répartition des actifs est de maximiser le rendement, dans le cadre des contraintes préalablement acceptées. Des ressources considérables sont consacrées au développement de la méthodologie utilisée dans le cadre du processus de répartition des

actifs. Pour l'examen de 2002, un modèle économétrique spécialement conçu à cette fin a été utilisé pour calculer les revenus attendus des catégories d'actifs utilisées dans l'exercice d'optimisation. Étant donné

l'importance de l'exercice de répartition des actifs pour la BCE, cette méthodologie est soumise à des examens périodiques et des améliorations sont constamment recherchées.



Un groupe de jeunes en visite à la BCE, le 13 mai 2002

Chapitre IV

Les évolutions économiques dans les autres pays de l'Union européenne

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

Le Danemark

L'économie danoise a connu une reprise modérée en 2002, le PIB en volume ayant progressé de 1,6 % après 1,4 % en 2001 (cf. tableau 11). En 2002, la croissance du PIB en volume a été essentiellement tirée par la demande intérieure, principalement par la consommation privée, qui a augmenté sous l'impulsion de la hausse du revenu réel disponible. Les réformes fiscales dites « de Pentecôte », adoptées en juin 1998 et visant principalement à accroître l'épargne privée, ont été pleinement mises en œuvre en 2002. Les évolutions des prix des logements n'ont pas exercé d'incidence majeure sur la consommation privée, tandis que la baisse des cours des actions a entraîné un effet de richesse négatif limité. La formation brute de capital fixe, en particulier les investissements en matériel de transport et en biens d'équipement, et la consommation publique, ont également contribué à la croissance pendant l'année. Même si la contribution des exportations nettes à la progression du PIB en volume s'est atténuée en 2002, il convient de noter la persistance du dynamisme des exportations, dans le contexte d'une demande mondiale atone. Le taux de chômage est demeuré faible à 4,5 %.

Dans un contexte de tensions sur le marché du travail et de hausse des prix de l'énergie, l'IPCH est demeuré proche de 2,4 % pendant la majeure partie de l'année, à l'exception du pic de novembre (2,8 %). La moyenne annuelle de l'IPCH a été supérieure à celle de la zone euro, principalement en raison de la hausse des prix des services éducatifs et d'autres services (cf. graphique 31). L'augmentation de l'offre de main-d'œuvre continue d'apporter une contribution significative à l'atténuation des tensions salariales, encore que la hausse des coûts salariaux unitaires se soit ralentie par rapport à 2001, dans une large mesure en raison du redressement de la productivité du travail. Les évolutions des taux de change effectifs réels témoignent de la stabilité de la compétitivité danoise par rapport à la zone euro en 2002.

La situation des finances publiques est demeurée satisfaisante en 2002. L'excédent budgétaire s'est inscrit à 1,9 % du PIB, niveau inférieur d'un point de pourcentage à celui de l'année précédente. Pour près de moitié, ce recul reflète une incidence comptable de la réforme des retraites. De plus, les recettes fiscales au titre de l'impôt sur les sociétés ont modérément diminué. La dette publique a continué de s'inscrire en léger repli, revenant de 45,4 % du PIB en 2001 à 45,2 % en 2002. L'additif au Programme de convergence actualisé du Danemark prévoit des excédents budgétaires de 1,9 % et 2,4 % du PIB en 2003 et 2004, respectivement. Le ratio retenu pour 2003 est inférieur de 0,2 point de pourcentage aux prévisions de la précédente actualisation, en raison, essentiellement, de révisions statistiques et de la hausse du chômage. Le ratio d'endettement brut devrait revenir à 42,1 % et à 39,2 % du PIB, respectivement, en 2003 et en 2004.

Le Danemark est actuellement le seul pays participant au MCE II. Il a maintenu sa politique de change fixe vis-à-vis de l'euro, dans le cadre de la marge de fluctuation étroite de $\pm 2,25$ % autour du cours pivot de la couronne danoise par rapport à l'euro (DKK 7,46038). Les évolutions des taux directeurs et des taux à court terme doivent

Tableau I I**Indicateurs macroéconomiques pour le Danemark***(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4
PIB en volume	3,0	2,5	2,6	2,8	1,4	1,6	1,2	3,0	1,1	0,9
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume : ¹⁾</i>										
Demande intérieure en volume y compris la variation des stocks	4,6	3,9	0,1	1,9	0,7	1,0	0,8	1,5	1,1	0,8
Exportations nettes	-1,7	-1,4	2,6	0,9	0,7	0,5	0,5	1,6	-0,0	0,1
IPCH	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,4	2,5	2,1	2,4	2,7
Rémunération par tête	3,2	3,3	3,6	3,5	5,0	3,4	4,5	3,4	2,8	3,1
Coûts salariaux unitaires, ensemble de l'économie	1,8	2,5	2,4	1,7	3,4	1,1	2,3	0,5	0,9	0,8
Déflateur des prix à l'importation (biens et services)	2,2	-2,5	-2,4	9,6	2,5	-0,6	1,4	-1,7	-1,3	-0,9
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en % du PIB) ²⁾	0,5	-0,9	2,4	1,5	3,1	2,9	2,7	3,3	3,8	1,8
Emploi total	1,3	1,6	1,2	0,9	-0,3	-0,7	-0,9	0,1	-0,8	-1,4
Taux de chômage (en % de la population active)	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,5	4,3	4,4	4,6	4,7
Solde budgétaire (en % du PIB) ^{3) 4)}	0,4	1,1	3,3	2,6	2,8	1,9	.	.	.	.
Dette brute consolidée (en % du PIB) ³⁾	61,2	56,2	53,0	47,4	45,4	45,2	.	.	.	.
Taux d'intérêt à trois mois (en % annuel) ⁵⁾	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	3,5	3,6	3,7	3,5	3,2
Rendement des emprunts publics à dix ans (en % annuel) ⁵⁾	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,1	5,2	5,4	4,9	4,7
Taux de change par rapport à l'écu ou à l'euro ^{5) 6)}	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,43	7,43

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

1) En points de pourcentage

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

3) Établi conformément à la définition du traité de Maastricht

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

5) Moyenne des valeurs de la période considérée

6) Unités de monnaie nationale pour un écu jusqu'à fin 1998 et pour un euro après cette date

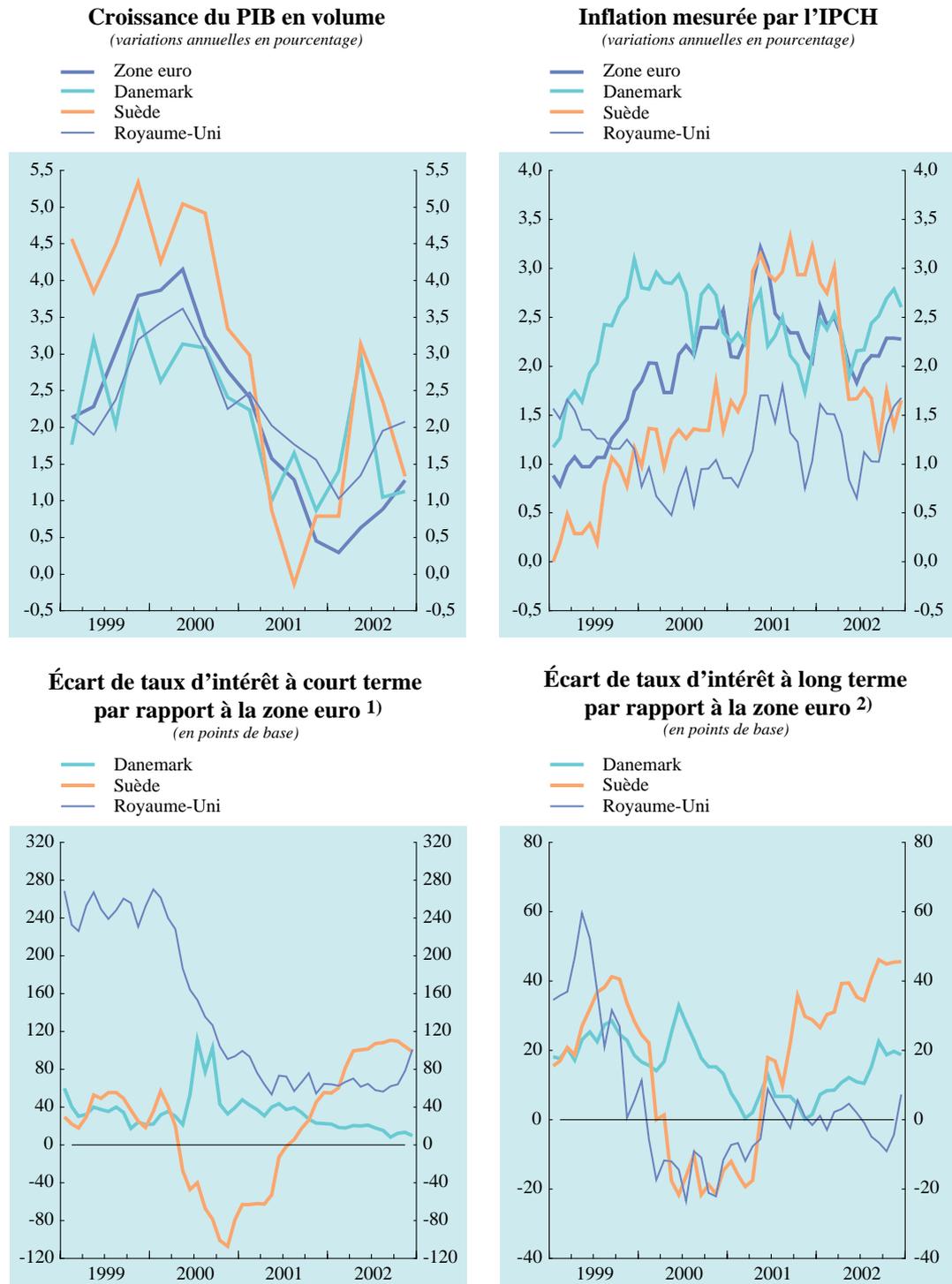
être principalement analysées à la lumière des décisions de la BCE en matière de taux d'intérêt et des variations du cours de change de la couronne danoise par rapport à l'euro. En 2002, la couronne danoise est demeurée très proche de son cours pivot du MCE II, à un niveau légèrement supérieur à son taux central (cf. graphique 32). Le 29 août, la couronne a atteint DKK 7,424, cours le plus élevé de l'année par rapport à l'euro. Les réserves de change ont culminé au troisième trimestre 2002, diminuant légèrement vers la fin de l'année. La récente vigueur de la couronne s'explique notamment par des cessions d'actions étrangères par les fonds de pension danois afin de réduire leurs niveaux globaux de risque face aux reculs des cours boursiers sur les marchés mondiaux.

En 2002, consécutivement aux quatre baisses du taux de prêt de la Banque nationale du Danemark, l'écart par rapport au taux de

soumission minimal des opérations principales de refinancement de la BCE a été réduit à 20 points de base. En raison de flux importants de capitaux étrangers, la Banque nationale du Danemark a abaissé son taux de prêt de 5 points de base le 1^{er} février, le 9 août et le 30 août, le ramenant de 3,60 % à 3,45 %. Le 5 décembre, le taux de prêt a été réduit de 50 points de base, parallèlement à la réduction de même ampleur des taux directeurs de la BCE, pour ressortir à 2,95 %. Les taux d'intérêt à court terme du Danemark ont diminué en 2002, légèrement plus que dans la zone euro, d'où un resserrement de l'écart entre les taux à court terme du Danemark et de la zone euro à 10 points de base environ en décembre (cf. graphique 31). Les taux obligataires à long terme ont fluctué autour d'une moyenne de 5,1 %, l'écart vis-à-vis de la zone euro s'étant par la suite creusé à près de 20 points de base.

Graphique 3 I

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



Sources : BCE et Eurostat

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

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

La Suède

En 2002, le PIB suédois en volume a progressé dans un contexte de ralentissement de l'activité mondiale et de faiblesse des marchés financiers (cf. graphique 31). La croissance du PIB en volume s'est inscrite à 1,9 %, contre 1,1 % en 2001 (cf. tableau 12). Elle a été essentiellement soutenue par les exportations nettes au premier semestre 2002. La croissance des exportations, qui s'était accélérée fin 2001 et début 2002, s'est ralentie au cours de l'année, reflétant la faiblesse de la reprise économique mondiale. Néanmoins, en raison d'un ralentissement de la progression des importations, la contribution des exportations nettes à la croissance s'est globalement renforcée en 2002. Au deuxième semestre, la consommation privée s'est nettement redressée malgré la forte baisse des cours boursiers enregistrée durant l'été. Ce phénomène s'explique essentiellement par l'accroissement du revenu réel lié aux baisses de la fiscalité, au bas niveau des taux d'intérêt, à la hausse des prix des logements et à la faiblesse du chômage. La consommation et l'investissement publics ont également fortement augmenté au second semestre. L'investissement privé et l'activité industrielle sont toutefois demeurés atones pendant toute l'année. Les variations de stocks ont apporté une légère contribution négative à la progression du PIB en volume pour l'ensemble de 2002. La croissance de l'emploi s'est considérablement ralentie, bien qu'elle soit restée relativement vigoureuse dans le secteur de la construction et le secteur public. Le nombre total d'heures ouvrées a diminué, reflétant pour partie une rapide augmentation des jours de congé de maladie. Le taux de chômage est demeuré proche de 5 % tout au long de l'année.

L'inflation annuelle, mesurée par l'IPCH, l'IPC et l'UNDIX¹ a continué de se ralentir en 2002 (cf. graphique 31). Cette évolution résulte à la fois des effets de base liés aux hausses de prix en 2001 et de la diminution des tensions sur les coûts. En moyenne annuelle, l'IPCH est ressorti à 2,0 % en 2002, après 2,7 % en 2001,

alors que l'IPC atteignait 2,4 %, contre 2,6 % en 2001². La hausse des coûts salariaux unitaires est revenue à 2,1 %, au lieu de 5,8 % en 2001, pour une grande part en raison du redressement de la productivité du travail.

L'excédent budgétaire des administrations publiques suédoises a fortement baissé, revenant de 4,5 % du PIB en 2001 à 1,2 % du PIB en 2002. Des allègements fiscaux à hauteur de 1 % du PIB environ, des hausses de dépenses ainsi que l'incidence sur le budget d'une croissance du PIB inférieure à la tendance ont contribué à cette évolution, ainsi que l'absence d'effets positifs de report des exercices précédents, qui avaient fortement amélioré l'excédent budgétaire en 2001. Le ratio dette publique/PIB est revenu de 54,4 % en 2001 à 52,4 % en 2002. La mise à jour du Programme de convergence de la Suède se fixe pour objectif des excédents budgétaires de 1,5 % et 1,6 % du PIB, respectivement, en 2003 et 2004. Ces prévisions restent conformes à la règle budgétaire suédoise visant au maintien d'un excédent de 2 % environ au cours du cycle, en raison de l'augmentation des excédents budgétaires au cours des années passées. Toutefois, la dernière phase de la réforme de la fiscalité sur le revenu a été reportée pour éviter une diminution de l'excédent budgétaire. Le ratio dette publique/PIB devrait revenir à 50,9 % en 2003 et à 49,3 % en 2004.

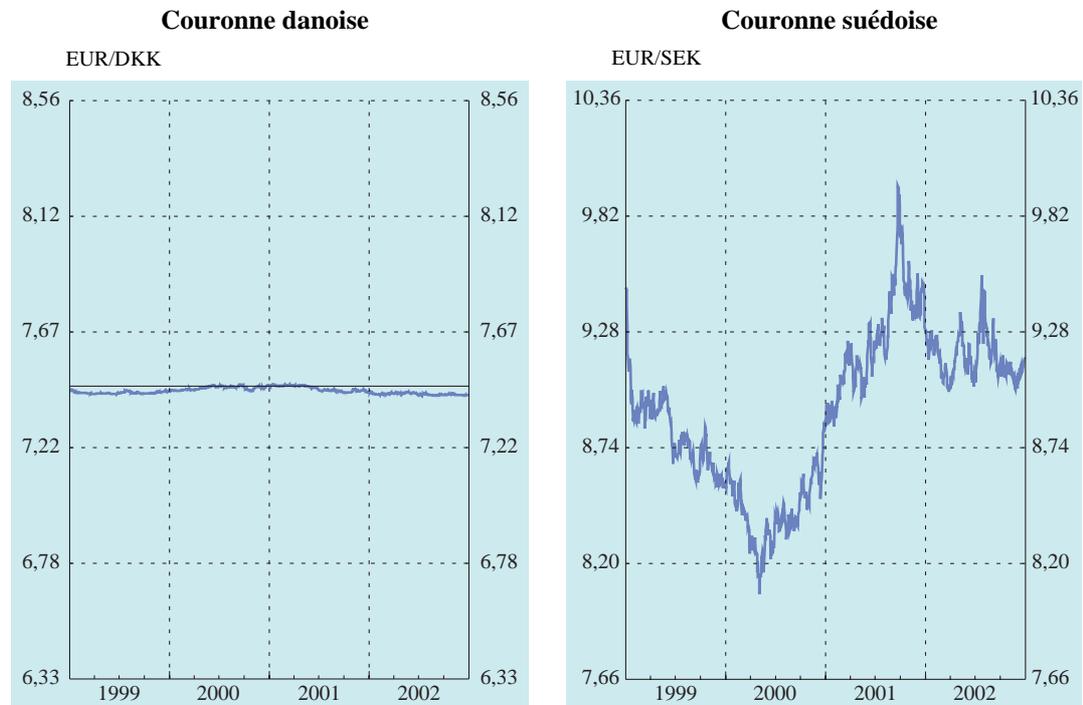
La Banque de Suède exerce son activité dans le cadre d'un régime de change flexible. Elle mène une politique monétaire fondée sur un objectif d'inflation explicite de hausse de 2 % de l'IPC, avec une marge de tolérance de ± 1 %. La banque centrale suédoise a relevé le taux des pensions de 25 points de base le

¹ L'UNDIX est défini comme l'IPC hors paiements d'intérêt et effets directs des modifications de la fiscalité indirecte et des subventions. En Suède, l'IPC global sert de variable cible pour la politique monétaire. Toutefois, en raison de l'incidence exercée sur les prévisions ces dernières années par des facteurs temporaires, les décisions de politique monétaire ont été, en pratique, fondées sur une estimation de l'UNDIX.

² Le creusement de l'écart entre l'IPC et l'IPCH en Suède s'explique par l'introduction d'un plafonnement des frais de garde d'enfants, inclus dans l'IPCH mais pas dans l'IPC, à compter du 1^{er} janvier 2002, qui réduit l'IPCH d'environ 0,4 point de pourcentage.

Graphique 32

Taux de change bilatéraux des monnaies des pays de l'UE hors zone euro par rapport à l'euro



Cours pivot par rapport à l'euro annoncé
le 31 décembre 1998 : 7,46038



19 mars et le 26 avril 2002, pour le porter à 4,25 %, dans le contexte d'une assez forte utilisation des capacités de production et de la main-d'œuvre et de perspectives favorables de reprise mondiale, aggravant les risques de dépassement de la cible d'inflation de 2 %. À l'automne, toutefois, compte tenu des fortes baisses des cours boursiers, de la montée des incertitudes relatives à la reprise mondiale et du recul de l'activité industrielle, la Banque de Suède a réduit le taux des pensions de 25 points de base le 15 novembre et le 5 décembre 2002 en raison d'une probabilité accrue que l'inflation soit inférieure à la cible. En raison de ces modifications du taux d'intérêt officiel, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme de la Suède et de la zone euro a continué de se creuser au premier semestre 2002, pour s'établir à 100 points de base environ, alors qu'il est demeuré globalement stable au second semestre de l'année (cf. graphique 31).

Les taux d'intérêt à long terme ont évolué en phase avec les marchés obligataires mondiaux pendant l'année et leur écart avec les taux d'échéances comparables de la zone euro a légèrement augmenté, pour s'établir à 50 points de base environ fin 2002. La couronne suédoise, qui a fluctué entre SEK 9,0 et SEK 9,5 contre euro en 2002, a périodiquement été affectée par les évolutions des marchés financiers et les spéculations relatives à l'adoption de l'euro par la Suède (cf. graphique 32). À la fin de l'année, la couronne s'était appréciée, contre euro, d'environ 1,5 % par rapport à son niveau du début 2002.

Le Royaume-Uni

À la suite du ralentissement prononcé de l'économie mondiale, la croissance moyenne du PIB au Royaume-Uni est revenue à 1,6 %

Tableau 12

Indicateurs macroéconomiques pour la Suède

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4
PIB en volume	2,4	3,6	4,6	4,4	1,1	1,9	0,8	3,1	2,4	1,3
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume : ¹⁾</i>										
Demande intérieure en volume y compris la variation des stocks	1,0	3,9	3,0	3,4	0,0	0,6	-1,9	0,5	1,8	2,0
Exportations nettes	1,4	-0,3	1,5	0,9	1,1	1,3	2,7	2,7	0,5	-0,6
IPCH	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	2,0	2,9	1,9	1,5	1,6
Rémunération par tête	4,7	2,6	1,2	7,0	5,0	3,9	5,1	3,6	3,7	3,1
Coûts salariaux unitaires, ensemble de l'économie	0,9	0,5	-1,1	5,0	5,8	2,1	4,7	0,8	1,4	1,7
Déflateur des prix à l'importation (biens et services)	0,7	-0,5	1,1	4,5	4,7	0,4	2,0	0,4	-0,1	-0,7
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en % du PIB) ²⁾	.	3,6	2,6	3,8	3,8	4,2	5,5	5,3	4,1	1,8
Emploi total	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	0,1	0,2	0,1	-0,0	0,0
Taux de chômage (en % de la population active)	9,9	8,2	6,7	5,6	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,1
Solde budgétaire (en % du PIB) ³⁾⁴⁾	-1,5	1,9	1,5	3,4	4,5	1,2	.	.	.	.
Dette brute consolidée (en % du PIB) ³⁾	73,1	70,5	62,7	52,8	54,4	52,4	.	.	.	.
Taux d'intérêt à trois mois (en % annuel) ⁵⁾	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,3	4,0	4,5	4,4	4,1
Rendement des emprunts publics à dix ans (en % annuel) ⁵⁾	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	5,3	5,4	5,6	5,2	5,0
Taux de change par rapport à l'écu ou à l'euro ⁵⁾⁶⁾	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,16	9,16	9,16	9,23	9,10

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

1) En points de pourcentage

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

3) Établi conformément à la définition du traité de Maastricht

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

5) Moyenne des valeurs de la période considérée

6) Unités de monnaie nationale pour un écu jusqu'à fin 1998 et pour un euro après cette date

en 2002, contre 2,0 % en 2001 (cf. tableau I3). Toutefois, après une période de ralentissement début 2002, la croissance de l'économie britannique a retrouvé un rythme plus soutenu pendant le restant de l'année, tirée, principalement, par la consommation privée et la dépense publique.

Par rapport à l'année précédente, la croissance de la consommation des ménages est restée globalement stable, à 3,9 %, en 2002, en dépit d'une décélération de la croissance du revenu réel disponible et du recul des cours des actions. La croissance de la consommation privée est demeurée soutenue en raison du renchérissement des prix des logements, de la poursuite de la hausse de l'emploi et de la vigueur de l'expansion du crédit. La croissance du PIB a également été soutenue par une accélération de la consommation publique, passée de 2,3 % en 2001 à 4,2 % en 2002, conformément, dans l'ensemble, aux objectifs de dépenses publiques. La formation brute de capital fixe a baissé de 4,5 %, après une hausse de 0,8 % en 2001. L'incertitude relative aux perspectives de la demande extérieure et l'augmentation du coût du capital résultant du recul des marchés financiers mondiaux ont probablement réduit les incitations des entreprises à accroître leurs dépenses en biens d'équipement. La baisse de l'investissement des entreprises a été partiellement compensée par une accélération des investissements publics, liée aux plans de renouvellement des équipements du secteur public. Pour la septième année de suite, la contribution des exportations nettes au PIB en volume a été négative, de 1,0 point de pourcentage, en 2002. Les exportations ont fléchi de 1,4 %, après une augmentation de 0,9 % en 2001. Toutefois, la structure de la demande globale a continué de freiner la croissance des importations, qui est revenue à 1,2 % en 2002.

La situation globale de l'emploi est demeurée stable dans l'ensemble, le taux de chômage s'étant établi à 5,2 % en 2002. L'emploi

total a poursuivi sa progression au même rythme qu'en 2001, grâce à l'important accroissement des emplois du secteur public. Le ralentissement conjoncturel en 2001 et début 2002 semble avoir agi sur le marché du travail par une diminution du nombre d'heures ouvrées et un ralentissement de la progression des rémunérations par tête.

L'inflation mesurée par le RPIX est restée inférieure à l'objectif officiel de 2,5 % pendant la majeure partie de l'année, ressortant à 2,2 % en moyenne, soit un rythme proche de celui de l'année passée³. Toutefois, l'inflation mesurée par le RPIX a dépassé la cible en novembre et décembre, en raison des hausses des cours du pétrole et de la composante liée au coût du logement. Mesurée par l'IPCH, l'inflation est ressortie à un niveau nettement inférieur, en moyenne 1,3 % pendant l'année, ce qui s'explique, en partie, parce que la composante en forte hausse des prix des logements figurant dans le RPIX n'est pas incluse dans l'IPCH. La divergence entre l'évolution des prix des services et celle des biens s'est encore creusée en 2002. Les hausses des prix des services se sont accélérées alors que la faiblesse de la demande et la vive concurrence sur les marchés mondiaux continuaient d'exercer des pressions à la baisse sur les secteurs des biens, plus exposés. Parallèlement, le taux de croissance annuelle des coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie est demeuré relativement stable en moyenne par rapport à l'année précédente. Globalement, les tensions sur les coûts semblent être demeurées assez modérées.

Après une sensible amélioration de la situation budgétaire des administrations publiques au cours des années passées, l'excédent s'est inscrit en recul, revenant à 0,8 % du PIB en 2001, avant de donner lieu à un déficit de 1,4 % du PIB en 2002. Ce repli résulte d'un important accroissement des dépenses publiques, qui a contribué à l'orientation expansionniste de la politique budgétaire et à une importante diminution des recettes fiscales directes. Les recettes au titre de l'impôt sur les sociétés, notamment,

³ Le RPIX est défini comme l'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires.

Tableau I 3**Indicateurs macroéconomiques pour le Royaume-Uni***(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 T1	2002 T2	2002 T3	2002 T4
PIB en volume	3,4	2,9	2,4	3,1	2,0	1,6	1,0	1,3	2,0	2,1
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume : ¹⁾</i>										
Demande intérieure en volume y compris la variation des stocks	4,0	5,1	3,8	4,1	2,6	2,6	2,6	1,9	2,6	3,1
Exportations nettes	-0,5	-2,2	-1,4	-1,1	-0,6	-1,0	-1,6	-0,6	-0,7	-1,0
IPCH	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	1,3	1,5	0,9	1,1	1,6
Rémunération par tête	4,3	5,3	4,0	4,7	5,2	.	2,8	3,2	.	.
Coûts salariaux unitaires, ensemble de l'économie	2,8	3,5	3,1	2,9	4,0	.	2,4	2,6	.	.
Déflateur des prix à l'importation (biens et services)	-7,1	-6,2	-2,5	0,7	-0,1	.	-3,6	-2,8	-1,3	.
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en % du PIB) ²⁾	-0,1	-0,5	-2,1	-1,8	-1,5	.	-0,5	-1,9	-0,2	.
Emploi total	2,0	1,2	1,5	1,3	0,8	.	0,6	0,8	.	.
Taux de chômage (en % de la population active)	6,9	6,2	5,9	5,4	5,0	.	5,1	5,1	5,2	.
Solde budgétaire (en % du PIB) ^{3) 4)}	-2,2	0,2	1,1	1,6	0,8	-1,4	.	.	.	.
Dette brute consolidée (en % du PIB) ³⁾	50,8	47,7	45,1	42,1	39,0	38,6	.	.	.	.
Taux d'intérêt à trois mois (en % annuel) ⁵⁾	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	4,0	4,0	4,1	3,9	3,9
Rendement des emprunts publics à dix ans (en % annuel) ⁶⁾	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,1	5,3	4,7	4,5
Taux de change par rapport à l'écu ou à l'euro ⁷⁾	0,69	0,67	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,63	0,64	0,64

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

1) En points de pourcentage

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

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

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

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

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

7) Moyenne des valeurs de la période considérée ; unités de monnaie nationale pour un écu jusqu'à fin 1998 et pour un euro après cette date

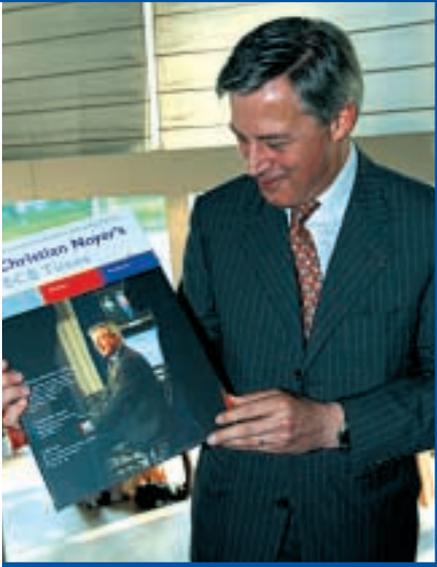
ont été plus faibles que prévu, en particulier pour le secteur des services financiers. Le ratio de la dette publique a légèrement fléchi, revenant de 39,0 % du PIB en 2001 à 38,6 % en 2002. La mise à jour du Programme de convergence fixe pour objectif un déficit de 1,8 % et 2,2 % du PIB, respectivement, pour les exercices budgétaires 2002-2003 et 2003-2004. Le ratio d'endettement brut devrait légèrement augmenter, passant de 37,9 % du PIB en 2002-2003 à 38,8 % en 2003-2004.

La Banque d'Angleterre conduit sa politique monétaire dans le cadre d'un régime de flexibilité du taux de change, en fonction d'une cible d'inflation explicite fixée par le gouvernement, qui correspond actuellement à une hausse de 2,5 % du RPIX. En 2002, le taux des pensions est demeuré inchangé à 4,0 %. En février 2003, il a été ramené à 3,75 %.

L'écart par rapport aux taux à court terme de la zone euro a fluctué autour de 60 points de base tout au long de 2002, se creusant quelque peu en décembre quand la BCE a abaissé ses taux directeurs (cf. graphique 31). Les rendements des obligations d'État à dix ans ont fluctué autour de leur niveau de 2001, pour revenir en fin d'année à un niveau légèrement supérieur à celui des taux de même échéance de la zone euro. Sur l'ensemble de l'année, la livre sterling s'est légèrement dépréciée contre euro (cf. graphique 32). La dépréciation initiale de mai et juin, qui tient sans doute à des spéculations relatives à l'adoption de l'euro par le Royaume-Uni et à la forte appréciation de l'euro contre le dollar des États-Unis à cette époque, s'est partiellement inversée au troisième trimestre, bien que la devise britannique se soit encore dépréciée au dernier trimestre de l'année.



Christian Noyer (à gauche), ancien vice-président de la BCE et Lucas Papademos, nouveau vice-président



Réception en l'honneur du vice-président Christian Noyer à l'occasion de son départ, le 28 mai 2002

Chapitre V

La coopération européenne et internationale

I Les questions européennes

En 2002, la BCE a poursuivi ses relations avec les institutions et organes compétents de la Communauté¹. Des représentants de la BCE ont participé aux réunions du Conseil Ecofin lorsque celui-ci délibérait sur des questions ayant trait aux objectifs et aux missions du SEBC. En 2002, ces questions ont porté sur la stabilité financière, la réglementation et la surveillance, ainsi que sur la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance. De son côté, le président du Conseil Ecofin a fait usage à plusieurs reprises de son droit de participer aux réunions du Conseil des gouverneurs. Dans ce contexte, il convient de noter que, au cours du second semestre 2002, lorsque la présidence du Conseil de l'UE a été assurée par le Danemark, État membre bénéficiant d'une dérogation, le président de l'Eurogroupe a assisté à des réunions du Conseil des gouverneurs au nom du président du Conseil Ecofin. Un membre de la Commission européenne a également participé à des réunions du Conseil des gouverneurs.

Le président de la BCE et les gouverneurs des BCN ont également été invités aux deux réunions informelles du Conseil Ecofin qui se sont tenues à Oviedo (Espagne) en avril et à Copenhague (Danemark) en septembre 2002. Au cours des deux réunions, des débats ont été consacrés à l'intégration des marchés financiers européens, à la stabilité, et aux questions de réglementation et de surveillance. En outre, la réunion d'Oviedo a permis aux participants de procéder à un échange de vues sur des problèmes de gouvernement d'entreprise et des questions financières internationales. La réunion informelle du Conseil Ecofin à Copenhague a porté, entre autres, sur les thèmes de l'élargissement et de l'architecture financière internationale.

Comme les années précédentes, la BCE a participé régulièrement aux réunions de l'Eurogroupe. La participation à ces réunions fournit à la BCE l'occasion d'engager un dialogue ouvert et informel avec les ministres

des Finances des pays de la zone euro et le Commissaire aux Affaires économiques et monétaires. Les discussions au sein de l'Eurogroupe ont porté essentiellement sur les perspectives économiques globales de la zone euro et les évolutions budgétaires dans les différents pays de la zone. Les progrès du basculement à l'euro fiduciaire, en particulier au cours du premier semestre 2002, ont également fait l'objet d'un suivi régulier. L'Eurogroupe a, par ailleurs, continué de consacrer des débats aux avancées des réformes structurelles requises.

Outre les relations au niveau décisionnel décrites ci-dessus, la BCE a continué de participer aux réunions du Comité économique et financier (CEF) et du Comité de politique économique (CPE), auxquelles ont également assisté les BCN. En participant à ces deux comités, qui réalisent des analyses et formulent des conseils à l'attention du Conseil Ecofin et de l'Eurogroupe, la BCE a pu apporter son expertise aux différentes procédures de politique économique et aux travaux de surveillance multilatérale. Dans le même ordre d'idées, la BCE a participé, entre autres, à la préparation des Grandes orientations des politiques économiques et à l'évaluation des programmes de stabilité ou de convergence des États membres. En outre, la BCE a apporté sa contribution aux nombreuses autres activités de ces deux comités, y compris le perfectionnement d'outils et de méthodes d'analyse ainsi que l'examen complet des pays par le CPE. Comme cet examen porte surtout sur les réformes structurelles et permet l'élaboration du rapport annuel du CPE sur ce thème, la participation de la BCE à ces travaux lui procure non seulement un éclairage utile sur le processus en cours, mais elle lui donne aussi l'occasion d'exposer son point de vue aux États membres.

¹ Les relations de la BCE avec le Parlement européen sont abordées séparément au chapitre XII.

La BCE a également continué de participer au Dialogue macroéconomique semestriel, aux niveaux tant technique que décisionnel. Conformément à la mission confiée par le Conseil européen de Cologne, des représentants des États membres, de la Commission européenne, de la BCE, des banques centrales ne faisant pas partie de la zone euro et des partenaires sociaux au niveau de l'UE ont discuté des perspectives économiques et des défis qui s'y rapportent. Le Dialogue macroéconomique a continué de permettre des échanges de vues informels entre les participants et a contribué à instaurer un climat de confiance.

Parmi les nombreuses questions traitées par les institutions et organes européens avec lesquels la BCE entretient d'étroites relations, les évolutions suivantes sont considérées comme revêtant une importance particulière d'un point de vue économique et institutionnel.

1.1 La mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance

Dans un contexte de détérioration des évolutions et des perspectives budgétaires, l'année 2002 s'est avérée difficile pour la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance.

En 2001, les résultats de l'Allemagne et du Portugal, en ce qui concerne le solde budgétaire des administrations publiques, sont restés nettement inférieurs aux objectifs fixés dans les programmes de stabilité respectifs de ces pays. Percevant un risque de déficits excessifs, la Commission a émis des recommandations au Conseil, le 30 janvier 2002, pour qu'il déclenche une procédure d'avertissement préalable vis-à-vis de l'Allemagne et du Portugal. Ce faisant, la Commission lançait pour la première fois cette procédure, prévue dans le Règlement du Conseil (CE) n° 1466/97 sur le renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques.

L'Allemagne et le Portugal ont réagi en s'engageant fermement à prendre les mesures nécessaires en vue d'éviter le dépassement de la valeur de référence de 3 % du PIB et d'atteindre des soldes budgétaires proches de l'équilibre d'ici 2004. Compte tenu de ces engagements, le Conseil Ecofin a considéré, au cours de sa réunion du 12 février, que les gouvernements allemand et portugais avaient répondu de manière satisfaisante aux préoccupations exprimées par la Commission dans ses recommandations et a décidé de mettre fin aux deux procédures.

Le 21 juin 2002, le Conseil a adopté sa recommandation portant sur les Grandes orientations des politiques économiques des États membres et de la Communauté. En ce qui concerne les politiques budgétaires, les Grandes orientations des politiques économiques ont invité les États membres qui n'avaient pas encore atteint des soldes budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent à parvenir à l'équilibre en 2004 au plus tard. Selon la pratique, les recommandations contenues dans les Grandes orientations des politiques économiques ont été fondées sur les hypothèses sous-jacentes définies dans les prévisions effectuées au printemps par la Commission pour l'évolution future des principales variables économiques. Au cours des mois suivants, les évolutions économiques se sont toutefois avérées beaucoup plus mauvaises que prévu. En conséquence, pour les États membres qui continuaient à souffrir de déséquilibres budgétaires, l'obtention de soldes budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent pour 2004 au plus tard n'était plus réaliste au regard de l'orientation de la politique économique et des prévisions macroéconomiques actualisées. Les ministres des Finances de la zone euro, le président de la BCE, le président de la Commission et le Commissaire aux Affaires économiques et monétaires ont discuté des implications de cette situation lors de la réunion de l'Eurogroupe du 7 octobre. À l'issue de cette réunion, ils ont publié un communiqué de l'Eurogroupe sur les évolutions budgétaires

dans la zone euro, dans lequel les ministres des Finances de la zone réaffirmaient leur engagement envers l'obligation figurant dans le Traité d'éviter les déficits excessifs, et envers l'objectif du Pacte de stabilité et de croissance d'atteindre et de maintenir des soldes budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent sur la durée du cycle économique. En outre, l'Eurogroupe a approuvé l'initiative de la Commission prévoyant la nécessité, pour les pays qui n'avaient pas encore atteint cet objectif, de poursuivre une réduction constante du déficit budgétaire structurel d'au moins 0,5 % du PIB par an. Tous les ministres, sauf un, sont convenus que cet ajustement devrait commencer en 2003.

La détérioration des perspectives budgétaires au cours de l'été et au début de l'automne a aussi donné lieu à une intensification du débat public sur les règles et la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a publié, le 24 octobre 2002, une déclaration relative au Pacte de stabilité et de croissance dans laquelle il mettait l'accent sur le fait que les difficultés budgétaires de certains États membres étaient dues, non pas à des règles inflexibles, mais plutôt à la réticence de ces États à honorer leur engagement de respecter les règles et au fait qu'ils n'avaient pas profité de la phase antérieure de croissance économique plus élevée, pour améliorer substantiellement leurs soldes budgétaires. En outre, le Conseil des gouverneurs a clairement affirmé son soutien à l'initiative de la Commission selon laquelle tous les pays ayant encore des déséquilibres budgétaires devaient s'engager à mettre en œuvre une stratégie claire d'assainissement budgétaire, comportant une stratégie d'ajustement crédible comprenant une réduction constante du déficit budgétaire structurel d'au moins 0,5 % du PIB par an.

Au cours de l'été, il est aussi apparu que les finances publiques du Portugal étaient beaucoup plus mauvaises que ce que l'on savait au moment où le Conseil débattait de l'avertissement préalable destiné à ce pays ou par la suite, lors de la préparation

des Grandes orientations des politiques économiques. Lors de la communication des niveaux de déficit et d'endettement, le 1^{er} septembre, le gouvernement portugais a finalement fait état d'un déficit public de 4,1 % du PIB pour 2001, nettement supérieur à la valeur de référence de 3 %. Aussi la Commission a-t-elle lancé une procédure de déficit excessif, en application des dispositions de l'article 104 du Traité et au Règlement du Conseil (CE) n° 1467/97. Conformément aux mesures prévues dans cette procédure, le Conseil Ecofin a adopté une décision sur l'existence d'un déficit excessif au Portugal et une recommandation invitant ce pays à mettre fin à cette situation. Dans celle-ci, le Conseil a notamment recommandé au gouvernement portugais de corriger ce déficit excessif le plus rapidement possible. Le Conseil a fixé au 31 décembre 2002 la date limite pour que le gouvernement portugais prenne toutes les mesures nécessaires à cet effet. En outre, le Conseil a recommandé que le gouvernement portugais adopte et mette en œuvre les mesures budgétaires nécessaires pour ramener le déficit public nettement au-dessous de 3 % du PIB en 2003 et maintenir le ratio de la dette publique à un niveau inférieur à la valeur de référence de 60 % du PIB.

Le 13 novembre, la Commission a publié ses prévisions économiques d'automne. Celles-ci faisaient état, pour 2002, d'un déficit budgétaire de 3,8 % du PIB en Allemagne et de 2,7 % en France, passant à 2,9 % en 2003. Dans ce contexte, la Commission a lancé, le 19 novembre, une procédure de déficit excessif, conformément aux dispositions de l'article 104 du Traité, en publiant un rapport sur la situation budgétaire en Allemagne. Le même jour, la Commission a également émis une recommandation en vue d'une recommandation du Conseil destinée à donner à la France un avertissement précoce pour éviter l'apparition d'un déficit excessif.

Le 21 janvier 2003, le Conseil Ecofin a adopté une décision sur l'existence d'un déficit excessif en Allemagne et émis une

recommandation pour que ce pays mette fin à cette situation. Dans cette recommandation, le Conseil incitait, entre autres, le gouvernement allemand à mettre un terme à cette situation le plus rapidement possible. À cet effet, les autorités allemandes devraient mettre en œuvre les mesures correctrices prévues dans leurs plans budgétaires pour 2003. Le Conseil a fixé au 21 mai 2003 la date butoir pour la prise de ces mesures. Le 21 janvier, le Conseil Ecofin a également émis une recommandation visant à donner un avertissement précoce à la France en vue d'éviter l'apparition d'un déficit excessif.

1.2 Les propositions visant à renforcer la coordination des politiques économiques et à rationaliser les processus de coordination

Lors de la réunion de Barcelone des 15 et 16 mars 2002, le Conseil européen a recommandé de nouveaux progrès dans la coordination des politiques économiques. À cet effet, les chefs d'État ou de gouvernement ont invité la Commission à présenter, pour le Conseil européen du printemps 2003, des propositions visant à renforcer la coordination des politiques économiques. En outre, ils ont encouragé le Conseil et la Commission à rationaliser le processus de coordination correspondant, en mettant l'accent sur les mesures de mise en œuvre, plutôt que sur l'élaboration annuelle d'orientations.

Le 3 septembre, la Commission a publié une communication présentant des propositions visant à rationaliser les cycles annuels de coordination des politiques économiques et de l'emploi. Le 3 décembre, le Conseil a adopté un rapport qui approuvait dans les grandes lignes les propositions de la Commission. Les recommandations de la Commission et du Conseil tendant à rationaliser les cycles de coordination des politiques économiques et de l'emploi comprennent les propositions de réformes suivantes. Premièrement, l'accent devrait être davantage mis sur le moyen terme, avec un

examen exhaustif des Grandes orientations des politiques économiques ainsi que des Lignes directrices et des recommandations pour l'emploi tous les trois ans seulement, et non chaque année comme c'est le cas actuellement. Deuxièmement, une plus grande attention devrait être portée au suivi annuel de la mise en œuvre des orientations. Troisièmement, il devrait y avoir un cycle unique de coordination des politiques, le Conseil européen du printemps passant en revue l'application des politiques et donnant les orientations de politique générale, ce processus étant suivi de l'élaboration d'un « Ensemble d'orientations », couvrant à la fois les Grandes orientations des politiques économiques et les Lignes directrices et les recommandations pour l'emploi. À l'avenir, en outre, les différents rapports soumis par les États membres aux termes des processus de Luxembourg et de Cardiff devraient être synchronisés en vue de rationaliser les obligations de déclaration des États membres et d'éviter les empiètements et les doubles emplois. À cet effet, des rapports de mise en œuvre nationaux seraient présentés de manière regroupée chaque automne. Les programmes de stabilité et de convergence des États membres devraient toutefois rester séparés en raison de leur lien avec les cycles budgétaires nationaux.

Le 27 novembre, la Commission a répondu à la demande du Conseil européen de Barcelone de soumettre des propositions visant à renforcer la coordination des politiques économiques en adressant au Conseil et au Parlement européen une communication relative au renforcement de la coordination des politiques budgétaires. Elle y présentait les cinq propositions suivantes en vue d'améliorer l'interprétation du Pacte de stabilité et de croissance, toutes étant compatibles, de l'avis de la Commission, avec le cadre juridique existant. Premièrement, les objectifs budgétaires devraient être formulés de manière à tenir compte davantage du cycle économique. À cet effet, l'exigence du Pacte de stabilité et de croissance d'un solde budgétaire « proche de l'équilibre ou en excédent » devrait être

définie en termes de solde budgétaire structurel (défini par la Commission comme étant le solde budgétaire net des effets transitoires, en particulier de l'incidence des fluctuations conjoncturelles). Le respect de la valeur de référence de 3 % du PIB continuerait, toutefois, à être suivi en termes nominaux. Deuxièmement, les États membres dont les budgets sont encore loin de se rapprocher de l'équilibre ou d'un excédent seraient tenus de réduire, chaque année, leur déficit budgétaire structurel d'au moins 0,5 % du PIB, conformément à la déclaration de l'Eurogroupe du 7 octobre (cf. ci-dessus). Troisièmement, les politiques budgétaires procycliques devraient être évitées en période de retournement conjoncturel. Quatrièmement, dans certaines circonstances spécifiques et à condition que la valeur de référence de 3 % du PIB ne soit pas compromise, un léger écart par rapport à l'exigence d'un solde budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent pourrait être autorisé, à seule fin de permettre à un État membre de financer des réformes structurelles qui augmenteraient le potentiel d'emploi et de croissance, et d'améliorer ainsi le solde budgétaire structurel à moyen terme. Enfin, une plus grande importance devrait être accordée à l'évaluation des ratios de dette publique dans le processus de surveillance budgétaire. Par ailleurs, la Commission a également défini un programme de mesures en quatre points, destiné à assurer la mise en œuvre effective de ces propositions. En premier lieu, lors du prochain Conseil européen de printemps, les États membres devraient réaffirmer leur engagement politique envers le Pacte de stabilité et de croissance dans une « Résolution pour le renforcement de la coordination des politiques budgétaires ». Ensuite, en vue d'améliorer la qualité et la disponibilité des statistiques de finances publiques, le Conseil Ecofin devrait adopter un « Code de bonnes pratiques sur la transmission des données budgétaires ». En troisième lieu, les procédures visant à faire respecter le Pacte de stabilité et de croissance devraient être rendues plus efficaces, en particulier par une clarification

des circonstances dans lesquelles elles sont lancées. Enfin, l'ouverture et la transparence devraient contribuer à une meilleure communication en matière de politiques budgétaires.

Dans la déclaration qu'il a faite à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs du 5 décembre, le président de la BCE a estimé que la communication de la Commission sur le renforcement de la coordination des politiques budgétaires constituait un bon point de départ pour rétablir la confiance dans le cadre budgétaire. En outre, il a réitéré le soutien total du Conseil des gouverneurs au principal objectif de la Commission, à savoir l'amélioration de la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance dans le cadre des règles existantes.

1.3 La Convention sur l'avenir de l'Europe

À la réunion de Laeken de décembre 2001, le Conseil européen a adopté une « Déclaration sur l'avenir de l'Union européenne » (également appelée « la Déclaration de Laeken »), qui a recensé les défis qui se posaient à une Union se trouvant à « la croisée des chemins, à un moment décisif de son existence ». Compte tenu de ces défis et afin de préparer la voie à la prochaine Conférence intergouvernementale « de la manière la plus large et la plus ouverte possible », le Conseil européen a décidé d'organiser une Convention sur l'avenir de l'Europe. Il a chargé la Convention d'étudier les principales questions suscitées par l'évolution future de l'Union européenne, d'essayer d'identifier les réponses possibles, et de simplifier et réorganiser les traités existants, afin de pouvoir progresser vers l'adoption d'une Constitution pour les citoyens européens.

La Convention, qui a entamé ses débats en février 2002 et devrait clore ses travaux pour l'été 2003, réunit des représentants des gouvernements et parlements nationaux, du Parlement européen et de la Commission. Les

pays candidats à l'adhésion sont représentés au même titre que les États membres actuels. À un stade très précoce de leurs délibérations, les membres de la Convention se sont déclarés d'accord avec la proposition du président de la Convention, M. Giscard d'Estaing, pour élaborer un « Traité instaurant une Constitution de l'Europe ». Ce texte, qui a pour objet de simplifier, rationaliser et renforcer les fondements juridiques et constitutionnels de l'Europe, doit être présenté, en vue de son adoption, à la Conférence intergouvernementale qui aura lieu en 2003.

En recevant le Prix international Charlemagne 2002 d'Aix-la-Chapelle décerné à l'euro, en mai 2002, le président de la BCE a déclaré qu'en cas de succès, la Convention permettrait de compléter la constitution économique actuelle par des structures et des processus politiques efficaces et transparents.

En juin 2002, dans le cadre élargi des attributions de la Convention, un Groupe de travail sur la gouvernance économique a été créé. Ce groupe a discuté du cadre général de la gouvernance économique, de la politique monétaire, des politiques économiques et des questions institutionnelles. En septembre 2002, le président de la BCE a assisté à une séance de travail et exprimé son point de vue sur la manière dont les questions monétaires et économiques pourraient être couvertes dans le futur traité constitutionnel. Il a exprimé l'opinion selon laquelle le cadre actuel de la gouvernance économique était sain et capable de relever les défis à venir. En outre, il a exhorté la Convention à préserver l'essence de ce cadre, en particulier les principes monétaires du Traité, notamment l'indépendance de la banque centrale et l'objectif principal de maintien de la stabilité des prix. En tant que piliers fondateurs de la constitution monétaire de l'UE, ces principes devraient figurer au premier plan d'un futur traité constitutionnel.

En octobre 2002, le Groupe de travail a adopté son rapport ; il y recommande que

la structure actuelle de gouvernance économique soit maintenue, confirmant ainsi que la BCE exerce la compétence exclusive de la politique monétaire au sein de la zone euro. Ce rapport exprime aussi l'avis selon lequel les missions, le mandat et les statuts de la BCE devraient rester inchangés et ne devraient être affectés par aucune disposition nouvelle du Traité. Au cours de la discussion du rapport en séance plénière de la Convention, le 7 novembre, une large majorité des membres a apporté son soutien aux recommandations de ce Groupe de travail.

La BCE suit attentivement les activités de la Convention et considère que l'adoption d'un « Traité constitutionnel de l'Europe » compléterait et renforcerait le succès de l'Union économique et monétaire.

1.4 La réforme des marchés financiers

Afin de pouvoir tirer pleinement profit de la monnaie unique, une attention accrue a été accordée à la suppression des entraves subsistant à la création d'un véritable marché unique des services financiers. En 2002, de nouvelles mesures importantes ont été prises à cet effet au niveau de l'UE : de nouveaux textes législatifs ont été adoptés et les procédures destinées à établir et à faire appliquer les réglementations ont fait l'objet de débats approfondis.

Le Conseil européen de Barcelone de mars 2002 a confirmé que la mise en œuvre intégrale, d'ici 2005, du Plan d'action pour les services financiers (PASF) constituait une priorité afin d'éliminer les imperfections qui subsistent dans les marchés européens de services financiers. Lancé en 1999, le PASF fournit une orientation sur les mesures à prendre dans le domaine des marchés financiers. Les progrès effectués sont régulièrement examinés par la Commission européenne, avec l'assistance du Groupe de la politique des services financiers, dans lequel la BCE est représentée. Tout en mettant l'accent sur le fait que la Commission doit

adopter les mesures du PASF pour la mi-2004 afin de respecter la date butoir de 2005, le septième rapport d'étape sur la mise en œuvre du Plan d'action, publié en décembre 2002, relève que des progrès ont été réalisés. Sur les quarante-deux mesures figurant au départ dans le Plan d'action, trente et une avaient été adoptées à fin 2002. Parmi celles-ci figurent les directives sur les garanties et sur la fourniture à distance de services financiers, ainsi que le règlement sur les normes comptables internationales. Seules quatre propositions d'ordre législatif doivent encore être présentées par la Commission, telles que la révision du dispositif de fonds propres des banques et des entreprises d'investissement. En réponse aux nouvelles évolutions intervenues depuis le lancement du PASF, cinq autres mesures ont également été préparées, notamment la communication sur la compensation et le règlement.

En outre, de nouveaux progrès ont été accomplis en 2002 en vue de doter l'UE de structures de réglementation, de surveillance et de stabilité financières qui soient capables de faire face aux besoins d'un environnement financier en rapide évolution. À cet effet, le Conseil Ecofin a approuvé le 3 décembre 2002, après une large consultation publique, un rapport contenant un certain nombre de propositions

concrètes. Ce rapport suggérait que le cadre interinstitutionnel « Lamfalussy » adopté dans le domaine des valeurs mobilières soit étendu à l'ensemble des secteurs financiers. Il proposait la création de trois nouveaux comités de réglementation (« niveau 2 ») pour le secteur bancaire, les conglomérats financiers, les fonds de pension et les sociétés d'assurance, ainsi que deux nouveaux comités de surveillance (« niveau 3 ») pour les banques, les fonds de pension et les sociétés d'assurance. Le rapport préconisait également que le Groupe de la politique des services financiers, remanié et placé sous la présidence d'un État membre, fournisse des avis sur les principes régissant les marchés financiers et assiste également le Comité économique et financier (CEF) dans la préparation des discussions du Conseil Ecofin sur les questions de stabilité financière. Le Conseil Ecofin a invité la Commission à créer les comités de niveau 2 et de niveau 3 le plus rapidement possible. Dans ce contexte, en attendant un accord avec le Parlement européen sur la délégation de pouvoirs aux comités de niveau 2 pour l'adoption de mesures de mise en œuvre, ces derniers devraient au départ être créés uniquement en qualité d'organes consultatifs (cf. le chapitre IX pour des informations plus détaillées).

2 La coopération internationale

En 2002, la BCE et les BCN ont continué de participer aux activités monétaires, financières et économiques d'institutions et d'enceintes internationales. Les dispositions pratiques relatives à la représentation et à la coopération internationales de la BCE, telles qu'elles sont décrites dans le *Rapport annuel 1999* de la BCE, sont restées globalement inchangées. Au sein de l'UE, la coordination sur les questions macroéconomiques et financières internationales a été renforcée, entre autres, dans le contexte des activités régulières du CEF, ainsi que par l'amélioration des échanges

d'informations avec les administrateurs du FMI représentant les États membres de l'UE et avec l'observateur de la BCE.

2.1 La surveillance multilatérale et bilatérale des politiques macroéconomiques

La BCE et les BCN ont continué de participer aux examens mutuels réguliers (surveillance multilatérale) ainsi qu'aux examens effectués par les institutions internationales (surveillance bilatérale) des

évolutions et des politiques monétaires, économiques et financières.

La surveillance multilatérale

La BCE a procédé à des échanges d'informations et de vues avec d'autres autorités, dans le cadre de plusieurs institutions et enceintes multilatérales. Le président de la BCE a représenté la zone euro, conjointement avec le président de l'Eurogroupe, aux sessions consacrées aux questions de surveillance et de taux de change lors des réunions des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G7. Le président de la BCE a également participé à des débats portant sur la situation de l'économie mondiale au sein d'autres instances informelles, comme les réunions des gouverneurs du G10 et celles des ministres et gouverneurs du G10 et du G20. L'observateur de la BCE a participé aux examens réguliers, par le Conseil d'administration du FMI, de l'évolution de l'économie et des marchés dans le monde, ainsi qu'aux discussions, par le Conseil d'administration du FMI, des perspectives de l'économie mondiale. Enfin, la BCE et des BCN ont participé au Comité de politique économique (CPE) de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), qui a examiné les perspectives mondiales à un horizon rapproché et les impératifs de politique économique à court terme, contribuant ainsi à l'élaboration des Perspectives économiques de l'OCDE. La BCE et les BCN ont également pris part à des réunions de sous-comités et groupes de travail du CPE.

La surveillance bilatérale

La BCE a contribué aux examens bilatéraux des politiques monétaires, financières et économiques de la zone euro effectués par le FMI et l'OCDE. En 2002, les services du FMI ont préparé deux rapports au titre de l'article IV sur les politiques monétaire et de change de la zone euro, qui ont complété les

consultations nationales. Ces rapports étaient fondés, entre autres, sur les discussions qui ont eu lieu entre une mission des services du FMI et la BCE. Le premier rapport a été transmis pour information au Conseil d'administration du FMI en avril 2002. Le second rapport a été examiné par le Conseil d'administration du FMI et publié en octobre 2002, parallèlement à une note d'information publique résumant l'évaluation du Conseil d'administration du FMI et à une déclaration de l'administrateur représentant le pays exerçant alors la présidence du Conseil de l'UE, au nom des autorités de la zone euro. Les administrateurs du FMI ont félicité ces dernières pour le passage réussi et harmonieux à l'euro fiduciaire. Ils ont noté que la croissance avait été plus faible et l'inflation plus élevée que prévu en 2002, en raison de chocs imprévus et d'une vulnérabilité encore élevée aux évolutions extérieures, malgré le fait que la zone euro considérée dans son ensemble soit beaucoup moins ouverte que ne l'étaient les États membres pris individuellement avant la création de l'Union monétaire. Ils ont jugé que la reprise économique serait graduelle et que d'importants risques de détérioration devraient subsister.

L'OCDE a publié une étude sur les *Évolutions économiques de la zone euro* en juillet 2002. Cette étude s'est notamment appuyée sur les travaux d'une mission de l'OCDE à la BCE et a été menée à bien par le Comité d'analyse économique et de développement de l'OCDE (*Economic and Development Review Committee*), au sein duquel l'UE a été représentée conjointement par le président de l'Eurogroupe, la Commission européenne et la BCE. Selon ce document, la reprise économique en cours devrait progressivement s'accélérer. S'agissant de la politique monétaire, l'étude examinait les évolutions de prix récentes dans la zone euro et signalait, en conclusion, que le taux d'inflation moyen, supérieur à 2 % depuis 2000, est attribuable à une série de chocs inflationnistes défavorables. La persistance d'une inflation relativement élevée dans certains pays de la zone euro a

été considérée comme un défi appelant plus de souplesse sur les marchés du travail et de produits et une poursuite de l'intégration des marchés financiers.

2.2 Le suivi des évolutions des marchés financiers mondiaux

La stabilité des marchés financiers internationaux

Le SEBC a continué de porter une attention particulière aux travaux entrepris au sein des institutions et instances financières internationales chargées des évolutions sur les marchés financiers internationaux. En particulier, la BCE et des BCN ont participé au suivi régulier de l'évolution des marchés réalisé par le Forum sur la stabilité financière (FSF), le Comité sur le système financier mondial (CSFM), qui siège à la BRI, et le Comité des marchés financiers de l'OCDE. L'observateur de la BCE a pris part aux discussions du Conseil d'administration du FMI consacrées aux rapports trimestriels du FMI sur la stabilité financière mondiale, qui ont remplacé les rapports annuels sur les marchés internationaux des capitaux et les examens trimestriels sur le financement des marchés émergents. Lors de la préparation de l'un de ces rapports, une délégation du FMI s'est rendue à la BCE pour débattre de la situation en cours sur les marchés financiers européens et de la progression vers l'intégration des marchés financiers de l'UE.

Les initiatives spécifiques destinées à améliorer la stabilité financière

La BCE a pris part aux travaux d'institutions et instances internationales consacrés à des aspects spécifiques du fonctionnement des marchés financiers internationaux. Plusieurs institutions et instances, notamment le FSF, ont passé en revue les implications des faillites de grandes entreprises en termes de pratiques d'information, de gouvernement d'entreprise, de comptabilité et d'audit, ainsi

que de dynamique des marchés financiers. La communauté internationale a également continué de passer en revue et de mettre en œuvre des mesures de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement des activités terroristes. Dans ce contexte, le FMI a élaboré une méthode destinée à évaluer le respect, par les différents pays, des normes convenues sur le plan international concernant ces domaines.

La BCE a participé aux travaux du Forum sur la stabilité financière qui a examiné, entre autres, l'adoption de normes internationales par les centres financiers extraterritoriaux, les progrès réalisés dans la mise en œuvre de ses recommandations concernant les institutions à fort effet de levier, et les pratiques de transparence dans le secteur de la réassurance. Les comités travaillant sous l'égide des gouverneurs de banque centrale des pays du G10 ont également traité de questions financières spécifiques. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a poursuivi ses travaux sur la révision du dispositif de fonds propres (un examen de cette révision est fourni au chapitre IX). La BCE a pris part à l'analyse, par le CSFM, des implications financières des modes de financement des innovations technologiques, ainsi que des évolutions des mécanismes de transfert du risque de crédit et de la composition des primes dans la gestion institutionnelle d'actifs. La BCE a également participé aux activités du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR), présidé par un membre du Directoire de la BCE (un examen de ces activités est présenté au chapitre VIII). Enfin, la BCE a pris part aux réunions régulières du Comité des marchés, qui remplace le Comité sur l'or et les changes.

2.3 Les relations avec le FMI et les instances apparentées

Le SEBC a contribué à la révision en cours de l'architecture du système économique et financier international. Ces contributions ont été apportées soit par le biais d'une

collaboration aux travaux menés au niveau européen, où la coordination sur les questions relevant du FMI a été intensifiée, en particulier au sein du CEF, soit par une participation directe aux institutions et instances internationales concernées.

La solidité des politiques économiques nationales

Le SEBC a pris un vif intérêt aux travaux du FMI consacrés aux moyens de renforcer la stabilité du système économique et financier mondial. Une attention particulière a été accordée au rôle de surveillance du FMI en tant qu'outil de prévention des crises. Dans le cadre de son examen de surveillance semestriel, le FMI a adopté un certain nombre de mesures destinées à améliorer l'objet et la qualité de la surveillance, à intensifier la portée de ses conseils et à renforcer le rôle de la surveillance dans les pays qui ont conclu avec lui un programme financier.

Le FMI a poursuivi ses efforts visant à promouvoir la stabilité des systèmes financiers nationaux et la mise en œuvre de normes et de codes faisant l'objet d'accords internationaux. En particulier, le FMI, de concert avec la Banque mondiale, a continué de préparer des évaluations du respect des normes et des codes, ainsi que de la solidité des systèmes financiers nationaux, dans le contexte des rapports sur le respect des normes et des codes (ROSC) et des programmes d'évaluation du secteur financier (PESF). La BCE a soutenu ces efforts en fournissant une expertise technique pour des missions au titre du PESF.

La gestion des crises financières

Le FMI a également poursuivi ses travaux sur les moyens de promouvoir une résolution ordonnée des crises financières. Dans les discussions relatives à ces questions, le SEBC a continué de mettre l'accent sur la nécessité de définir des règles claires fixant les

responsabilités respectives des secteurs privé et public dans la résolution des crises.

Le FMI a procédé à un examen de sa politique d'accès, c'est-à-dire du cadre servant à déterminer le niveau de l'aide financière accordée à un État membre connaissant des difficultés de balance des paiements. Les limites normales d'accès, qui sont fixées en termes de quotas par pays membres, ont été jugées appropriées. En outre, le Conseil d'administration procède actuellement à la clarification des conditions et au renforcement des procédures d'accès au-dessus des limites normales dans des circonstances exceptionnelles. Le SEBC estime que le respect d'une politique d'accès ainsi définie faciliterait la coordination entre les parties concernées en permettant de mieux aligner les incitations des débiteurs souverains et des créanciers privés sur la capacité de la communauté internationale à résoudre les crises financières.

Le débat sur les procédures visant à faciliter les restructurations rapides et ordonnées de dettes souveraines s'est poursuivi. Le SEBC a estimé que de nouveaux progrès étaient souhaitables en ce qui concerne trois méthodes complémentaires visant à réaliser un processus de restructuration ordonnée. La première approche, d'ordre contractuel, consiste à introduire dans les contrats de dette souveraine des clauses dites « d'action collective », qui peuvent contribuer à régler les problèmes de coordination des créanciers. La BCE a participé aux travaux menés sous l'égide des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G10 en vue d'encourager l'élaboration de dispositions contractuelles appropriées, qui ont également fait l'objet de discussions avec des représentants du secteur privé. En outre, la communauté internationale réexamine actuellement les mesures destinées à encourager l'introduction de telles clauses dans les contrats relatifs à des émissions d'obligations souveraines. À cet égard, les États membres de l'UE sont convenus de montrer l'exemple en s'engageant à insérer ces clauses pour les emprunts obligataires

émis par les administrations centrales de l'UE et relevant de législations étrangères.

La deuxième approche, d'ordre statutaire, consiste à créer un cadre juridique international pour la restructuration de la dette souveraine, connu sous le nom de « mécanisme de restructuration de la dette souveraine » (MRDS). La communauté internationale a tenu un certain nombre de discussions sur la couverture et les modalités possibles d'un tel dispositif. Le cadre proposé permettrait à un débiteur souverain et à une majorité qualifiée de ses créanciers de conclure un accord de restructuration à caractère contraignant pour les détenteurs de tous les instruments de dette couverts par ce cadre.

La troisième approche, qui est non statutaire et pourrait être intégrée dans un code de bonne conduite pour la restructuration de la dette, consiste à utiliser des mécanismes informels destinés à encourager une résolution ordonnée des crises, notamment les cessations unilatérales de paiements et la politique du FMI d'octroi de crédits aux pays en situation d'arriérés. Plus spécifiquement, les pays débiteurs pourraient décider, dans des circonstances exceptionnelles, de suspendre temporairement leurs paiements à des créanciers privés extérieurs et donc d'être en situation d'arriérés de paiements vis-à-vis de ces créanciers (cessations unilatérales de paiements). Le FMI pourrait accorder une aide financière à des pays ayant des arriérés de paiements, mais uniquement si un certain nombre de critères bien définis sont remplis (prêts à des pays en situation d'arriérés).

2.4 La coopération avec les régions voisines de l'UE

La BCE entretient des relations avec des banques centrales des régions voisines de l'UE et suit les questions monétaires internationales qui se posent dans ces régions et ont une importance pour la BCE. Outre les douze pays candidats à l'adhésion à l'UE dont

il est traité au chapitre VI, ces régions comprennent la Communauté des États indépendants (CEI), notamment la Russie, ainsi que la Turquie (pays candidat qui n'a pas encore entamé de négociations en vue de son entrée dans l'UE), la partie occidentale des Balkans, le Moyen-Orient et l'Afrique.

À la différence des relations avec les banques centrales des pays candidats à l'adhésion, les rapports avec les banques centrales d'autres régions voisines de l'UE n'ont pas été développés selon un modèle unique, mais ont revêtu différentes formes, l'accent étant mis, pour chaque pays, sur les questions d'intérêt commun. Dans ce contexte, il convient de souligner que, pour la plupart des pays de la région, les liens institutionnels, commerciaux et financiers avec la zone euro revêtent une très grande importance : presque tous ces pays sont associés à l'UE par le biais d'accords régionaux qui visent, en particulier, à libéraliser les mouvements de marchandises (et, dans certains cas, de capitaux et de services) entre l'UE et les pays en question. Dans certains cas, les accords comprennent également des clauses spécifiques concernant le secteur financier. En outre, la zone euro est le partenaire commercial le plus important de la plupart de ces pays, en termes économiques, ainsi que leur principale source de crédit international, d'investissements directs étrangers (y compris dans le système bancaire) et d'aide officielle au développement.

Des relations bilatérales se sont développées en particulier avec la banque centrale de Turquie, avec laquelle la BCE a établi un dialogue à un haut niveau, notamment sous la forme de réunions annuelles au niveau du Directoire. La coopération a également été renforcée avec la banque centrale de Russie, notamment en vue d'importantes réformes de sa stratégie et de ses outils de politique monétaire. La BCE a développé ses contacts avec les banques centrales des pays situés dans la partie occidentale des Balkans, région extérieure à la zone euro la plus directement touchée par le passage à l'euro fiduciaire, ainsi qu'avec les banques centrales de

plusieurs pays méditerranéens (Égypte, Israël, Maroc et Tunisie). En outre, la BCE a participé à des événements organisés dans les deux zones CFA² d'Afrique, à l'occasion du 40^e anniversaire de la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) et du 30^e anniversaire de la Banque des États d'Afrique centrale (BEAC). La BCE a développé des relations avec l'Institut monétaire d'Afrique de l'Ouest à Accra, au Ghana, organisme fondé début 2001 par des pays anglophones d'Afrique occidentale, sous la direction du Ghana et du Nigeria, en vue de créer une nouvelle zone monétaire, parallèlement à l'actuelle zone franc CFA. En 2002, les pays participants ont instauré un mécanisme de change régional. La BCE a également établi des contacts avec le Conseil de coopération du Golfe (CCG). Les six pays constituant le CCG³ ont déclaré leur intention de lancer une monnaie unique en 2010 et ont adopté une parité commune à fin 2002, en tant que première étape vers l'unification monétaire. Le Secrétariat général du CCG et la BCE ont organisé un séminaire commun sur l'intégration monétaire dans la zone euro et dans la région du Golfe, qui s'est déroulé à Riyad en octobre 2002. Enfin, la BCE a poursuivi ses rencontres régulières avec les banques centrales d'Islande, de Norvège et de Suisse.

L'utilisation de l'euro dans la région

Bien que l'utilisation de l'euro ne soit pas généralisée dans les dispositifs de change avec l'ensemble des régions voisines et que la BCE estime qu'elle ne doit pas chercher activement à influencer sur le rôle international de l'euro, celui-ci joue un rôle important pour plusieurs pays. Dans la partie occidentale des Balkans, en particulier, tous les pays, sauf l'Albanie, rattachent leur monnaie à l'euro ; en effet, la Bosnie-Herzégovine lie sa monnaie nationale à l'euro selon un dispositif de caisse d'émission, tandis que la Croatie, l'ancienne République yougoslave de Macédoine et la Yougoslavie gèrent leurs cours de change respectifs par rapport à l'euro. Sur le pourtour de la Méditerranée, le Maroc et la

Tunisie accordent un rôle important à l'euro dans la conduite de leur politique de change, bien que les autorités discutent d'un passage à des politiques de change plus flexibles. Dans les deux zones monétaires utilisant le franc CFA, l'euro a remplacé le franc français en tant que monnaie d'ancrage.

Dans plusieurs pays voisins, les particuliers utilisent l'euro comme monnaie parallèle, à la fois sous la forme d'espèces et de dépôts bancaires libellés en euros. Sur les 25 milliards d'euros expédiés vers des destinations extérieures à la zone euro jusqu'en août 2002, on estime qu'au moins un cinquième du total circule dans les Balkans, où les billets en euros sont utilisés comme réserve de valeur et comme moyen de paiement de montants importants. La région des Balkans présente également un degré élevé de substitution d'actifs : ainsi, par exemple, les dépôts libellés en euros représentaient, à fin 2001, 80 % du total des dépôts en Yougoslavie, 70 % en Croatie et 50 % en Bosnie-Herzégovine. Le niveau de substitution de monnaie et d'actifs reste élevé, malgré les importants progrès en matière de stabilisation monétaire et financière au cours des dernières années. Le Kosovo et le Monténégro sont des cas particuliers en ce qui concerne l'utilisation d'espèces en euros : il s'agit de territoires officiellement « euroisés », c'est-à-dire d'entités politiques qui ont adopté de façon unilatérale l'euro comme monnaie officielle.

2.5 La coopération avec la zone Asie-Pacifique et l'Amérique latine

Ces dernières années, l'expérience européenne en matière d'intégration économique, financière et monétaire a également suscité l'intérêt des pays d'Asie et d'Amérique latine. Dans ce contexte, la BCE a été fréquemment invitée à partager cette expérience dans le cadre de plusieurs

2 Communauté financière africaine en Afrique de l'Ouest et Coopération financière en Afrique centrale.

3 Bahrein, Koweït, Oman, Qatar, Arabie saoudite et Émirats arabes unis.

initiatives destinées à favoriser la coopération régionale dans ces deux régions. La BCE, quant à elle, a suivi attentivement les évolutions économiques dans ces dernières et a renforcé ses relations bilatérales avec les autorités locales, en particulier des banques centrales.

La coopération régionale en Asie et dans le Pacifique

Le Sommet Asie-Europe (*Asia-Europe Meeting – ASEM*), important forum de coopération entre les États membres de l'UE et dix pays d'Asie de l'Est, fournit depuis 1996 un cadre unique d'échange d'informations et de promotion du dialogue sur la politique économique. Les 5 et 6 juillet 2002, le vice-président de la BCE a participé au quatrième sommet réunissant les ministres des Finances du Sommet Asie-Europe, à Copenhague, où il a fait une présentation du rôle international de l'euro, axée en particulier sur l'usage de celui-ci en Asie de l'Est et dans les régions voisines de l'UE. Pour préparer cette réunion, la BCE avait organisé un séminaire de haut niveau sur *les expériences européenne et asiatique en matière de coopération économique, financière et monétaire régionale*, qui s'est déroulé à Francfort les 15 et 16 avril 2002. Lors de ce séminaire, organisé dans le cadre du *Projet de recherche de Kobe* du Sommet Asie-Europe destiné à encourager la recherche interrégionale, des représentants de ministères des Finances, de banques centrales, d'organismes gouvernementaux, d'organisations financières internationales et d'universités ont procédé à des échanges de vues sur trois questions d'intérêt général pour la coopération régionale en Asie et en Europe. En premier lieu, le séminaire a traité du domaine et des phases successives de la coopération économique régionale, ainsi que des conditions fondamentales de celle-ci. L'accent a été mis, en particulier, sur les échanges commerciaux et les investissements directs étrangers. Ensuite, la question de la coopération financière régionale a été abordée, en particulier l'efficacité, la solidité, la libéralisation et l'intégration des marchés

financiers asiatiques et européens. Dans ce contexte, un débat a été plus spécifiquement consacré aux initiatives visant à renforcer la coopération financière en Asie au lendemain de la crise de 1997-1998. Enfin, les participants se sont entretenus des stratégies de coopération possibles en matière de politiques monétaire et de change dans les pays qui font déjà des efforts de coopération régionale, en insistant plus particulièrement sur les leçons à tirer de l'expérience européenne.

Les relations bilatérales ont comporté, entre autres, plusieurs visites de pays asiatiques. Ainsi, en février 2002, une délégation de la BCE, comprenant le Président et un membre du Directoire, s'est rendue en Chine. À la suite de ceci, la BCE a conclu, en septembre 2002, un protocole d'accord avec la banque centrale de la République populaire de Chine en vue de favoriser la coopération bilatérale entre les deux institutions. Dans ce contexte, la banque centrale de Chine a décidé d'établir un bureau de représentation à Francfort. L'inauguration a eu lieu en décembre.

La coopération régionale en Amérique latine

Dans le cadre d'une initiative commune de la BCE et de la Banque d'Espagne, un premier séminaire de haut niveau des banques centrales de l'Eurosystème et d'Amérique latine s'est tenu à Madrid, les 23 et 24 mai 2002. Un atelier de travail préparatoire au niveau des experts avait été organisé à la BCE, à Francfort, les 21 et 22 mars 2002. Le séminaire avait pour objectif d'améliorer le dialogue entre les banques centrales de l'Eurosystème et d'Amérique latine, et de procéder à des échanges de vues sur les questions d'intérêt commun. Les discussions ont été axées sur trois sujets : l'intégration régionale en Amérique latine et en Europe, les politiques monétaire et de change et les questions relatives au secteur financier.

Le processus d'intégration européenne a été considéré comme étant utile pour les pays d'Amérique latine, bien que l'expérience de l'UE ne puisse donner une garantie de nouveaux progrès en matière de coopération régionale, étant donné les différences entre les situations de départ des deux zones. Néanmoins, une des leçons tirées de l'expérience de l'UE pourrait être appliquée à l'Amérique latine ; elle a trait à la surveillance régionale multilatérale en tant que moyen de promouvoir des politiques macroéconomiques axées sur la stabilité, ainsi qu'aux pratiques optimales dans d'autres

domaines pertinents de la politique économique. En ce qui concerne le deuxième sujet, la discussion a été centrée sur les conditions du succès de politiques monétaires axées sur la stabilité, telles que des politiques budgétaire et structurelle saines, le soutien des institutions et la nécessité de prendre en considération les évolutions et les anticipations en matière de taux de change. Enfin, les participants ont discuté des politiques et instruments destinés à accroître la stabilité et la solidité des systèmes financiers nationaux dans les pays d'Amérique latine.



L'écrivain néerlandais Harry Mulisch lit un extrait de son dernier ouvrage à l'occasion des Journées néerlandaises de la culture en septembre 2002.



Conférence sur l'architecte espagnol Antoni Gaudí lors des Journées espagnoles de la culture en mai 2002

Chapitre VI

L'élargissement de l'Union européenne

I Introduction

Le Conseil européen de Copenhague, qui s'est tenu les 12 et 13 décembre 2002, s'est conclu par un accord historique concernant l'élargissement de l'Union européenne. Dix pays (la République tchèque, l'Estonie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, Malte, la Pologne, la Slovénie et la Slovaquie) ont été invités à rejoindre l'Union européenne le 1^{er} mai 2004. La signature du Traité d'adhésion au printemps 2003 devrait être suivie d'une ratification par tous les membres de l'UE et les dix pays précités, qui envisagent de procéder au niveau national par un référendum sur cette question. Deux autres pays, la Bulgarie et la Roumanie, devraient devenir membres début 2007. Lors de leur adhésion, ces pays rejoindront l'Union économique et monétaire (UEM) avec le statut de « pays bénéficiant d'une dérogation » et leurs banques centrales deviendront partie intégrante du SEBC. Après être parvenus à une convergence durable, évaluée conformément à la procédure définie dans le Traité sur la base des critères de Maastricht, ils adopteront aussi l'euro et leurs banques centrales pourront intégrer l'Eurosystème, qui englobe la BCE et les BCN de la zone euro.

Bien qu'il ne soit pas officiellement associé aux négociations, l'Eurosystème participe au processus d'adhésion dans les domaines relevant de sa compétence. Cette participation a pris la forme d'un dialogue permanent, au niveau des instances de décision comme au niveau technique, destiné à aider les banques centrales des pays candidats à préparer leur intégration dans le SEBC et, ultérieurement, dans l'Eurosystème. Ce dialogue couvre les questions d'ordre économique, juridique et institutionnel présentant une importance pour les banques centrales. En outre, il comporte une coopération technique avec les banques

centrales des pays candidats dans des domaines tels que les systèmes de paiement, les questions juridiques et les statistiques.

De plus, l'Eurosystème participe au « dialogue économique » entre l'UE et les pays candidats, instauré en décembre 2000 par le Conseil européen et coordonné par la Commission européenne. Le dialogue économique, qui se déroule deux fois par an au niveau des ministres et du Comité économique et financier (CEF) a un double objectif : premièrement, favoriser le processus d'adhésion par le biais d'un échange de vues sur des questions de politique macroéconomique et de stabilité financière durant la phase de préadhésion et, deuxièmement, familiariser les pays candidats avec les procédures de l'UE relatives à la surveillance multilatérale, auxquelles ils seront soumis dès leur entrée dans l'UE.

Dans ce contexte, l'Eurosystème suit de près les questions économiques, juridiques et institutionnelles dans les pays candidats, en se concentrant tout particulièrement sur les évolutions macroéconomiques, les stratégies de politique monétaire et de change et les évolutions du secteur financier. En outre, la BCE a mis en œuvre les préparatifs destinés à garantir un élargissement ordonné du SEBC et, ultérieurement, de l'Eurosystème. Il s'agit notamment de la recommandation de la BCE concernant l'adaptation des modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs et de la définition d'un schéma directeur destiné à préparer la BCE à l'élargissement. Le présent chapitre offre une vue d'ensemble de ces questions. Il convient de souligner que son contenu ne préjuge en rien de l'évaluation de la convergence que la BCE devra effectuer, conformément à l'article 122(2) du Traité, lors de l'entrée des pays candidats dans l'UE, en vue de l'adoption éventuelle de l'euro.

2 Les principales questions économiques, juridiques et institutionnelles

La plupart des pays candidats ont réalisé, ces dix dernières années, d'importants progrès sur la voie du modèle de l'économie de marché et pour implanter solidement la stabilité macroéconomique. Plus récemment, le processus d'adhésion à l'Union européenne a lui-même été un facteur d'ancrage des stratégies menées et de renforcement de la stabilité dans l'ensemble de la région. Du point de vue de l'Eurosystème, les questions les plus importantes à cet égard sont les suivantes : (a) la convergence réelle, (b) la convergence juridique et institutionnelle, (c) la convergence nominale, (d) les stratégies de politique monétaire et de change, et (e) les évolutions du secteur financier. Ces points sont brièvement évoqués dans la présente section.

2.1 La convergence réelle

La progression du PIB en volume s'est relativement bien maintenue dans la plupart des pays candidats en 2002, en dépit du ralentissement de l'activité économique internationale. Malgré le fléchissement du rythme de croissance économique dans certains pays d'Europe centrale et orientale, dû en partie à la faiblesse de la conjoncture

dans d'autres régions du monde, les États baltes ont continué d'enregistrer une forte progression de l'activité, grâce notamment à la croissance soutenue de l'économie russe. Ainsi, la croissance régulière observée dans presque tous les pays candidats depuis 2000 s'est poursuivie, la progression du PIB devant, selon les estimations, avoisiner 2,3 % en moyenne en 2002 (cf. tableau 14). Dans l'ensemble, la bonne tenue de l'activité dans les pays candidats face au ralentissement économique mondial a été favorisée par la vigueur de la demande intérieure résultant en partie de l'assouplissement des politiques budgétaires et d'une confiance accrue dans la stabilisation macroéconomique déjà accomplie.

Cependant, le degré de convergence réelle des revenus avec la zone euro, c'est-à-dire le rattrapage des niveaux de revenus par habitant, est resté limité dans l'ensemble des pays candidats. Par conséquent, l'écart entre le PIB moyen par habitant des pays candidats et celui de la zone euro demeure important. En termes de parité de pouvoir d'achat, le PIB par habitant des pays candidats atteint en moyenne quelque 44 % de celui de la zone euro, ce chiffre étant encore moins élevé si l'on tient compte des taux de change.

Tableau 14

Taux de croissance en moyenne annuelle du PIB en volume

(en pourcentage)

	Bulgarie	Chypre	Rép. tchèque	Estonie	Hongrie	Lettonie	Lituanie
1999	2,3	4,8	0,5	-0,6	4,2	2,8	-3,9
2000	5,4	5,2	3,3	7,1	5,2	6,8	3,8
2001	4,0	4,1	3,3	5,0	3,7	7,7	5,9
2002	4,0	2,2	2,2	4,5	3,4	5,0	5,0
1999-2002	3,9	4,1	2,3	4,0	4,1	5,6	2,7
	Malte	Pologne	Roumanie	Slovaquie	Slovénie	Ensemble ¹⁾	Zone euro
1999	4,1	4,1	-1,2	1,3	5,2	2,6	2,8
2000	6,1	4,0	1,8	2,2	4,6	4,0	3,5
2001	-0,8	1,0	5,3	3,3	2,9	2,7	1,4
2002	1,9	0,8	4,2	3,9	2,6	2,3	0,8
1999-2002	2,8	2,4	2,5	2,7	3,8	2,9	2,1

Sources : Eurostat

1) Pondéré en fonction du PIB nominal 1999

Tableau 15**Principales données relatives aux pays candidats**

(2001)

	Population (en millions d'habitants)	PIB nominal (en milliards d'euros)	PIB par tête ¹⁾ (en euros)	PIB par tête ¹⁾ (en % de la moyenne de la zone euro)	Part de l'industrie dans le PIB ²⁾ (en %)	Part de l'agriculture dans le PIB ²⁾ (en %)	Taux de chômage (moyenne sur la période)	Exportations vers la zone euro (en % du total des exportations)
Bulgarie	8,0	15,2	6 506	28	23,0	13,8	19,3	51,5
Chypre	0,8	10,2	16 355	71	12,9	4,0	4,3	18,5
République tchèque	10,3	63,3	13 521	59	32,8	4,2	8,1	61,7
Estonie	1,4	6,2	9 995	43	22,7	5,8	12,2	41,5
Hongrie	10,2	57,8	11 839	51	27,1	4,3	5,6	68,6
Lettonie	2,4	8,5	7 719	33	18,7	4,7	12,1	30,2
Lituanie	3,5	13,4	9 834	43	27,5	7,0	16,1	25,8
Malte	0,4	4,0	12 825	56	24,5	2,4	4,5	35,1
Pologne	38,6	204,1	9 127	40	24,1	3,8	18,1	59,0
Roumanie	22,4	44,4	5 868	25	28,5	14,6	8,0	62,0
Slovaquie	5,4	22,8	10 885	47	27,5	4,6	19,6	56,2
Slovénie	2,0	21,7	16 014	69	30,3	3,3	6,4	58,0
Ensemble ³⁾	105,2	471,6	10 255	44	26,2	5,4	13,1	57,6
Zone euro	306,6	6 827,7	23 090	100	22,3	2,4	8,0	50,4

Sources : Commission européenne, Eurostat et FMI

1) En PPA (parité de pouvoir d'achat)

2) Les données pour la Bulgarie se rapportent à 2000.

3) Les données figurant à partir de la colonne 3 sont pondérées en fonction du PIB nominal 2001.

Dès lors, rapporté à leur population globale (soit 35 % environ de celle de la zone euro), le poids économique des pays candidats demeure relativement faible (autour de 7 % du PIB de la zone euro). L'ampleur de cet écart, conjuguée avec les faibles différentiels de croissance, laisse à penser que le processus de convergence réelle devrait se poursuivre bien après l'adhésion à l'UE.

Toutefois, le concept de convergence réelle à prendre en considération dans le cadre de l'intégration au Marché unique et, ultérieurement, à la zone euro ne se limite pas au seul rattrapage des revenus. Il implique notamment d'évaluer si les pays candidats ont adapté leurs structures économiques afin de les rendre plus proches de celles de la zone euro et s'ils sont parvenus à une plus forte intégration économique avec la zone euro. Il est encourageant de constater qu'ils ont réalisé des progrès considérables dans ces domaines. Par exemple, en ce qui concerne les parts respectives dans le PIB de l'agriculture, de l'industrie et des services, la structure économique des pays candidats ressemble de

plus en plus à celle de la zone euro. En particulier, la part du secteur agricole est revenue autour de 5 % du PIB, contre 2 % environ dans la zone euro, tandis que le secteur industriel représente 26 % du PIB, soit un niveau légèrement plus élevé que dans la zone euro (cf. tableau 15). Depuis le début de la transition, les pays candidats ont également réorienté leurs échanges commerciaux vers la zone euro, qui est désormais leur principal partenaire. En effet, dans la plupart d'entre eux, la part des échanges avec la zone euro est très largement comparable à celle des États membres actuels.

En dépit de ces évolutions, des progrès sont encore requis dans le domaine des réformes structurelles pour achever la transition et favoriser la croissance et la convergence économiques. En particulier, les pays candidats doivent continuer à libéraliser les prix, à améliorer le gouvernement d'entreprise et le climat des investissements, à promouvoir des pratiques saines dans le monde des affaires et à instaurer une stabilité financière durable. En outre, la hausse du chômage

observée ces dernières années dénote la nécessité d'une réforme du marché du travail dans certains pays. Enfin, les orientations budgétaires que certains pays prévoient de suivre nécessiteront, à court terme, d'importantes mesures d'assainissement des finances publiques.

2.2 La convergence juridique et institutionnelle

La convergence réelle doit s'accompagner de réformes juridiques et institutionnelles, celles-ci étant un facteur clé pour les perspectives de croissance à moyen terme des pays candidats. En particulier, les réformes juridiques et institutionnelles nécessitent la mise en place d'institutions appropriées et l'adoption des meilleures pratiques et normes internationales dans un certain nombre de domaines (gouvernement d'entreprise, législation financière). Il est encourageant de constater que les pays candidats ont, là aussi, réalisé des progrès considérables. Par exemple, les indicateurs de transition de la Banque européenne de reconstruction et de développement (BERD) montrent que les pays candidats ont mis en œuvre des réformes significatives en matière de privatisation et de restructuration des sociétés, de marchés et de circuits commerciaux, et d'institutions financières.

S'agissant de la convergence juridique et institutionnelle, il est capital pour l'Eurosystème que les pays candidats adoptent et mettent en œuvre rapidement l'acquis communautaire dans les domaines relevant de sa compétence. Ces derniers recouvrent notamment l'indépendance de la banque centrale ainsi que d'autres législations relatives au secteur financier. À la suite des demandes formulées par les gouverneurs de banques centrales des futurs États membres, et en étroite coopération avec ces derniers, l'Eurosystème analyse attentivement le niveau annuel de conformité des différents pays candidats aux conditions requises par le Traité.

En ce qui concerne l'indépendance de la banque centrale, les statuts des douze pays candidats ont été analysés sur la base des critères établis dans les rapports de convergence juridique rédigés par l'IME et la BCE (indépendance institutionnelle, personnelle, fonctionnelle et financière notamment) et à la lumière des avis formulés par la BCE à l'occasion de consultations de l'IME et de la BCE sur des projets de législation nationale relevant de leurs domaines de compétences et, notamment, au sujet des projets de statuts des BCN des États membres de l'UE. Ces avis ont contribué au processus de révision des statuts de leurs banques centrales par les pays candidats afin de satisfaire aux conditions requises par le Traité, établissant ainsi les fondements d'institutions indépendantes.

Les banques centrales et les établissements de crédit doivent exercer leur activité dans un environnement juridique sain. Dès leur adhésion, les États membres doivent se conformer à l'acquis communautaire, ce dernier ayant une incidence générale sur le secteur financier et les activités des banques centrales. C'est pourquoi l'Eurosystème a également mis l'accent sur la législation relative au secteur financier, notamment en matière de libre circulation des capitaux, de réglementation des marchés de capitaux, de garanties, de systèmes de paiement, d'insolvabilité et de billets de banque.

Cette analyse globale constitue une aide très utile pour les banques centrales des pays candidats s'agissant de leur rôle, au niveau national, dans le processus d'adhésion. Elle a également pour objet d'aider la Commission européenne dans le cadre du processus d'adhésion, en approfondissant encore l'examen des questions relatives à l'indépendance de la banque centrale.

2.3 La convergence nominale

Ces dix dernières années, les pays candidats ont réalisé des progrès considérables en matière de désinflation. En effet, la hausse

Tableau 16**IPCH moyen sur la période***(en pourcentage)*

	Bulgarie	Chypre	Rép. tchèque	Estonie	Hongrie	Lettonie	Lituanie
1999	2,6	1,1	1,8	3,1	10,0	2,1	0,7
2000	10,3	4,9	3,9	3,9	10,0	2,6	0,9
2001	7,4	2,0	4,5	5,6	9,1	2,5	1,3
T1 2002	8,2	2,2	3,4	4,4	6,2	3,3	2,7
T2 2002	7,1	2,2	2,0	4,2	5,4	2,0	0,6
T3 2002	4,6	3,8	0,3	2,9	4,5	1,0	-0,6
T4 2002	3,4	2,9	0,1	2,9	4,8	1,6	-0,9
	Malte ¹⁾	Pologne	Roumanie	Slovaquie	Slovénie	Ensemble ²⁾	Zone euro
1999	2,1	7,2	45,8	10,4	6,1	9,8	1,1
2000	2,4	10,1	45,7	12,2	8,9	11,9	2,1
2001	2,9	5,3	34,5	7,0	8,6	8,5	2,4
T1 2002	3,8	3,5	27,0	4,6	7,9	6,4	2,5
T2 2002	2,4	1,9	24,3	3,0	7,6	5,0	2,1
T3 2002	1,5	1,4	21,4	2,5	7,4	4,0	2,1
T4 2002	1,1	1,0	18,4	3,1	6,9	3,5	2,3

*Sources : Eurostat et sources nationales**1) Indice des prix à la consommation (IPC)**2) Pondéré en fonction du PIB nominal 1999*

des prix est revenue d'un rythme à deux chiffres, ou même d'un niveau d'hyperinflation, à des taux relativement bas, grâce à la mise en œuvre réussie des programmes de stabilisation macroéconomique. Le processus de désinflation s'est poursuivi en 2002 et, en fin d'année, le taux moyen d'inflation des pays candidats était légèrement supérieur à celui de la zone euro (cf. tableau 16). Cependant, certains pays candidats ont bénéficié de facteurs spécifiques, tels que la maîtrise des prix des produits alimentaires, des retards imprévus en matière de déréglementation des prix et l'appréciation de leur devise. Il demeure essentiel de maintenir la hausse des prix à un rythme modéré en vue d'implanter solidement un environnement économique de stabilité des prix, en tenant compte également de l'objectif final, à savoir l'adoption de l'euro et, partant, de la nécessité de remplir les critères de Maastricht.

Toutefois, ramener les taux d'inflation à un niveau bas demeure un défi, dans la mesure où un certain nombre de facteurs sont susceptibles de contribuer à des écarts d'inflation entre les pays candidats et la zone euro. Plusieurs de ces facteurs, tels que la

poursuite de la libéralisation des prix et de la déréglementation, sont liés au processus de transition. En outre, une croissance de la productivité plus rapide dans le secteur exposé des pays candidats que dans leur secteur protégé peut entraîner une hausse du prix relatif des biens non échangeables et une légère accélération de l'inflation, phénomène souvent appelé « effet Balassa-Samuelson ». Si la plupart des études empiriques indiquent que l'effet Balassa-Samuelson n'a contribué, jusqu'à présent, que de façon limitée aux écarts d'inflation par rapport à la zone euro, certaines informations montrent cependant que cet effet s'exerce effectivement dans les pays candidats¹. En outre, son importance pourrait s'amplifier dans les années à venir si la croissance de la productivité dans le secteur exposé devait s'accélérer, sous l'effet notamment de l'entrée de ces pays dans l'UE. Outre ces facteurs, la forte progression des salaires nominaux, liée, par exemple, à des tensions salariales, à la persistance d'anticipations d'inflation ou à l'indexation

¹ J. et al. Benes (2002) On the estimated size of the Balassa-Samuelson effect in five Central and Eastern European countries publié par M. A. Kovacs, Banque nationale de Hongrie, document de travail n° 2002/5

Tableau 17**Stratégies monétaires et de change dans les pays candidats**

	Stratégie de change ¹⁾	Monnaies	Caractéristiques
Caisse d'émission			
Bulgarie	Caisse d'émission, rattachement à l'euro	Lev bulgare	Introduite en 1997
Estonie	Caisse d'émission, rattachement à l'euro	Couronne estonienne	Introduite en 1992
Lituanie	Caisse d'émission, rattachement à l'euro	Litas lituanien	Introduite en 1994, abandon du rattachement au dollar des États-Unis en faveur du rattachement à l'euro en février 2002
Parité fixe classique			
Lettonie	Rattachement au DTS	Lat letton	Marge de fluctuation de ± 1 %
Malte	Rattachement à un panier de monnaies	Livre maltaise	Panier de monnaies (euro, dollar des États-Unis, livre sterling) : marge de fluctuation de $\pm 0,25$ %
Rattachement unilatéral à l'euro, marges de fluctuation de ± 15 %			
Chypre	Rattachement à l'euro, marges de fluctuation de ± 15 %	Livre chypriote	
Hongrie	Rattachement à l'euro, marges de fluctuation de ± 15 %	Forint hongrois	Régime de change associé à une cible d'inflation : 2,5 % - 4,5 % à fin 2003
Flottement contrôlé ²⁾			
Roumanie	Flottement contrôlé	Leu roumain	Un panier de monnaies (dollar des États-Unis, euro) est officieusement utilisé comme référence.
Slovaquie	Flottement contrôlé	Couronne slovaque	
Slovénie	Flottement contrôlé	Tolar slovène	Rôle de premier plan pour les agrégats monétaires; l'euro est officieusement utilisé comme référence.
Flottement indépendant ²⁾			
République tchèque	Flottement pur	Couronne tchèque	Cible d'inflation : 2 %-4 % à fin 2005
Pologne	Flottement pur	Zloty polonais	Cible d'inflation : 3 % (tolérance de ± 1 point de pourcentage à fin 2003)

Sources : FMI et banques centrales nationales

1) Fondé sur l'Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2001, publié par le FMI

2) Classification du FMI

rétrospective des salaires, pourrait bien alimenter les tensions inflationnistes. Enfin, les dérapages budgétaires récemment observés dans certains pays candidats pourraient également compromettre les progrès durement acquis en matière de stabilisation ainsi que les gains enregistrés en termes de désinflation.

2.4 Les stratégies de politique monétaire et de change

Les pays candidats peuvent, en général, être considérés comme de petites économies ouvertes présentant un degré élevé d'intégration avec la zone euro. À cet égard, le choix de la stratégie de change est

essentiel, dans la mesure où il fournit le cadre dans lequel peut s'exercer une politique monétaire axée sur la stabilité des prix, tout en permettant au processus de convergence réelle de se poursuivre sans être entravé par des mouvements indésirables de taux de change.

Ces dernières années, l'euro a pris une importance croissante en tant que principale devise de référence dans les pays candidats à l'adhésion. Les exemples les plus récents de cette évolution sont la Lituanie, dont la caisse d'émission, auparavant rattachée au dollar, est référencée à l'euro depuis février 2002 et Malte, qui a décidé, en août 2002, de porter à 70 % le poids de l'euro dans son panier de devises de rattachement. En matière de

change, les pays candidats continuent de suivre des stratégies très diverses couvrant l'ensemble de la gamme qui va des systèmes de caisse d'émission jusqu'au flottement pur ; les choix en matière de stratégie de politique monétaire diffèrent eux aussi fortement (cf. tableau 17). Si les pays disposant actuellement de régimes de taux de change fixe (Bulgarie, Estonie, Lettonie, Lituanie et Malte) axent naturellement leur politique monétaire sur la réalisation d'un objectif de taux de change, d'autres pays mettent en œuvre de véritables stratégies de cible d'inflation (Pologne et République tchèque), de flottement contrôlé (Slovaquie) ou un régime de change rattaché unilatéralement à l'euro, avec une fourchette de fluctuation de $\pm 15\%$ (Chypre et Hongrie). Enfin, certains pays accordent également une place prépondérante aux agrégats monétaires dans leur stratégie de politique monétaire (Roumanie et Slovaquie).

Dans l'ensemble, les politiques monétaire et de change des pays candidats ont contribué de manière significative à la stabilité macroéconomique et au processus de désinflation, créant ainsi les conditions nécessaires à une croissance économique durable. Toutefois, la plupart des pays ont eu à relever des défis, dans la mesure où la gestion de la politique de change a été confrontée aux risques pesant sur la compétitivité externe, à l'accroissement et à la volatilité des mouvements de capitaux et a dû tenir compte de la définition et de la réalisation d'objectifs d'inflation dans des économies où le taux de change détermine en grande partie les conditions monétaires. En outre, comme dans toutes les économies, la gestion de la politique de change implique un juste équilibre entre les politiques monétaire, budgétaire et structurelle.

Compte tenu de la nécessité de faire progresser les préparatifs en vue d'une participation pleine et entière à l'UEM, la gestion du processus conduisant à l'adoption de l'euro continue de soulever plusieurs problèmes majeurs. Des fluctuations excessives du taux de change par rapport

à l'euro sont susceptibles de nuire aux échanges commerciaux et aux relations financières avec la zone euro et peuvent porter atteinte au développement d'une économie stable sur le plan intérieur. Toutefois, des taux de change fixes peuvent accroître les difficultés de mise en œuvre des réformes nécessaires à la poursuite de l'harmonisation des structures économiques des pays candidats avec celles de la zone euro. Jusqu'à présent, les pays ont réagi différemment face à ce dilemme, ce qui a conduit à la grande diversité dans les régimes de change que l'on observe actuellement. Avant de pouvoir participer au MCE II, certains pays candidats devront ajuster leurs régimes de change afin de les rendre compatibles avec ce dispositif. Lors de l'adhésion à l'UE, des choix politiques importants devront être faits s'agissant du calendrier d'entrée dans le MCE II et des modalités de participation à ce dispositif, conformément à l'objectif défini dans la Résolution du Conseil européen relative au MCE II. Ces choix relèvent essentiellement de la responsabilité des pays concernés et doivent être conformes aux dispositions du Traité, telles que l'obligation de traiter la politique de change comme une question d'intérêt commun. Même si le MCE II est appelé à jouer, au bout du compte, un rôle dans les critères de convergence fixés pour la participation à l'euro, la participation au MCE II durant une période de deux ans au moins constituant l'une des conditions préalables pour rejoindre l'euro, son rôle principal est d'aider les membres du MCE II à orienter leurs politiques vers la stabilité et à favoriser la convergence.

2.5 Les évolutions du secteur financier

Dans les pays candidats, en partie pour des raisons historiques, le secteur financier est largement dominé par le secteur bancaire, tandis que les autres composantes demeurent généralement moins développées. Du point de vue de la BCE, le renforcement du secteur financier est important pour deux raisons principales. D'une part,

la structure et le fonctionnement du secteur financier influent fortement sur les évolutions macroéconomiques. Notamment, des secteurs financiers sains contribueront à favoriser les réformes structurelles dans l'économie réelle. Les secteurs financiers peuvent, par conséquent, favoriser la hausse de la croissance du PIB potentiel et la convergence des revenus réels avec ceux de la zone euro. D'autre part, la stabilité financière dans les pays candidats est essentielle à une conduite harmonieuse de la politique monétaire dans une zone euro élargie. Incontestablement, l'existence de faiblesses dans le secteur financier poserait des problèmes importants pour la conduite de la politique monétaire, ainsi que pour la crédibilité des banques centrales et leur objectif de stabilité des prix.

Il est encourageant de constater que des progrès considérables ont été réalisés au cours des dernières années en matière de restructuration et de consolidation du secteur financier. Le secteur bancaire a été renforcé grâce à des privatisations à grande échelle de banques publiques et à une large ouverture du capital aux investisseurs étrangers. Ce processus a entraîné une plus grande intégration avec l'UE, en raison de la participation importante des banques des pays de l'UE, et s'est traduit par des gains d'efficacité substantiels. Cependant, la transformation des systèmes financiers est loin d'être achevée, le degré d'intermédiation financière demeurant relativement faible. Cette situation se reflète surtout au travers des ratios d'actifs bancaires et du crédit intérieur par rapport au PIB, qui représentent environ un quart et un tiers, respectivement, de ceux de la zone euro. En outre, dans quelques pays, le secteur bancaire continue d'être affecté par la forte proportion de créances douteuses et la distribution du crédit

est entravée par des faiblesses au niveau du gouvernement d'entreprise et des cadres juridiques insuffisamment efficaces.

2.6 Conclusion

Après des années difficiles en termes de gestion macroéconomique au début de la phase de transition, la mise en place des institutions et la définition de la politique économique ont suffisamment progressé pour que les pays candidats puissent parvenir à la stabilité macroéconomique. Malgré le ralentissement conjoncturel mondial, les évolutions économiques sont restées globalement positives dans la plupart de ces pays en 2002. Les écarts de croissance avec la zone euro se sont maintenus ou se sont même légèrement creusés et les progrès réalisés en matière de désinflation ont été notables. Des choix judicieux pour les stratégies de politique monétaire ou de taux de change ont contribué à ce résultat. Cependant, il reste des défis à relever : la croissance économique et les réformes juridiques et institutionnelles doivent conserver leur élan afin d'accélérer le processus de rattrapage du revenu réel ; les progrès en matière de désinflation doivent perdurer, tout en permettant la poursuite de la libéralisation des prix et les secteurs financiers doivent encore être consolidés. Le choix des stratégies de politique monétaire et de change jusqu'à l'adoption définitive de l'euro constitue également un véritable problème. Si des fluctuations importantes des taux de change vis-à-vis de l'euro doivent être évitées, un certain degré d'ajustabilité du change peut être souhaitable pour faciliter les nouvelles réformes qui restent nécessaires pour une participation pleine et entière à l'UEM.

3 Les préparatifs en vue de l'adhésion

3.1 Les préparatifs des organes de décision et des comités du SEBC

Le Conseil général

En septembre 2002, le Conseil général a décidé d'inviter les gouverneurs des banques centrales des pays candidats à assister à ses réunions en qualité d'observateurs après la signature du Traité d'adhésion. Cette décision, qui est conforme à l'approche adoptée en 1994 par le Conseil de l'IME concernant les gouverneurs des banques centrales d'Autriche, de Norvège, de Finlande et de Suède, vise à donner aux gouverneurs des banques centrales des pays candidats la possibilité de se familiariser avec les questions traitées par le SEBC et les méthodes de travail de celui-ci et facilitera leur intégration en tant que membres du Conseil général en 2004.

Les comités du SEBC

En vue de favoriser la bonne intégration des banques centrales des pays candidats dans le SEBC, le Conseil des gouverneurs a également décidé qu'à compter de la signature du Traité d'adhésion, les experts de ces banques centrales bénéficieraient du statut d'observateurs dans les comités du SEBC, lorsque ceux-ci se réunissent dans la configuration rassemblant les membres du SEBC.

Le Conseil des gouverneurs

L'adhésion de nouveaux États membres à la zone euro conduira à une extension significative du Conseil des gouverneurs, organe de décision suprême de l'Eurosystème. Afin de maintenir la capacité du Conseil des gouverneurs à prendre des décisions de manière efficace et avec diligence après l'élargissement, le traité de Nice a défini une « clause d'habilitation » permettant de modifier les modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE

(article 10.2 des statuts du SEBC) sous la forme d'un nouveau paragraphe 6 à l'article 10 des statuts (intitulé *Le Conseil des gouverneurs*). Conformément à cette clause d'habilitation, l'article 10.2 des statuts peut être modifié par une décision à l'unanimité du Conseil de l'UE réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, ou bien sur la base d'une recommandation de la BCE approuvée à l'unanimité et après consultation du Parlement européen et de la Commission, ou bien à partir d'une recommandation de la Commission européenne et après consultation de la BCE et du Parlement européen. La modification adoptée fera ensuite l'objet d'une recommandation aux États membres en vue d'une ratification conformément à leurs règles constitutionnelles respectives. Dans une déclaration annexée à l'acte final de la Conférence intergouvernementale préparant le traité de Nice, les gouvernements des États membres ont demandé qu'une recommandation au sens de l'article 10.6 soit présentée dans les plus brefs délais après l'entrée en vigueur du Traité. L'année dernière, le Conseil des gouverneurs a largement débattu des différentes options envisageables pour une adaptation de ses modalités de vote et est parvenu à un accord unanime sur une révision de l'article 10.2 des statuts, qui a été présentée au Conseil de l'UE sous la forme d'une recommandation de la BCE (BCE/2003/1) en février 2003. (La teneur de cette recommandation pour une adaptation des modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs est exposée en détail au chapitre XIII).

3.2 Le capital souscrit de la BCE et le plafond applicable aux avoirs de réserve de change

Dans le contexte de l'élargissement, le Conseil des gouverneurs et le Conseil général de la BCE ont également traité la question des ajustements à la hausse du capital souscrit de la BCE et du plafond applicable aux transferts

initiaux d'avoirs de réserve de change des BCN à la BCE. Cette réflexion était nécessaire, car selon les règles actuelles, la BCE aurait été dans l'obligation, après l'élargissement du SEBC, de rembourser aux membres actuels du SEBC une part importante du capital libéré. En outre, sans modification, la BCE aurait également dû retransférer des avoirs de réserve lors de l'adoption de l'euro par de nouveaux États membres. Ces conséquences se seraient révélées particulièrement inopportunes à un moment où l'élargissement devrait accroître les activités opérationnelles de la BCE et les coûts y afférents.

Plus précisément, conformément aux statuts du SEBC, toutes les BCN participant au SEBC souscrivent au capital de la BCE, qui s'élève actuellement à 5 000 millions d'euros, selon une clé de répartition reflétant la part de leur pays dans la population et le PIB de la Communauté. Afin d'attribuer aux nouvelles BCN une pondération dans la clé de répartition du capital lors de leur entrée dans le SEBC, les pondérations des BCN qui y participent déjà devraient inévitablement être minorées. Dans la mesure où il a été décidé, selon les dispositions actuelles de la BCE relatives à la libération du capital souscrit, que les BCN de l'Eurosystème doivent libérer en totalité leurs parts souscrites tandis que les BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro n'ont à régler que 5 % de leur part, l'adaptation des pondérations dans la clé de répartition à la suite de l'entrée de nouvelles BCN conduirait, dans l'ensemble, à une diminution du montant global du capital libéré.

Cela se serait concrétisé dès l'adhésion de nouveaux États membres à l'UE et l'entrée de leur BCN dans le SEBC, mais des déséquilibres relatifs au transfert des avoirs de réserve seraient apparus ultérieurement, lors de l'adoption de l'euro par les nouveaux États membres. Actuellement, le plafond des transferts initiaux d'avoirs de réserve de change à la BCE s'élève à 50 000 millions d'euros et les BCN de la zone euro ont transféré des réserves de change à la BCE

proportionnellement à leur clé de répartition du capital. Par conséquent, afin de permettre, selon le plafond actuel, les futurs transferts proportionnels d'avoirs de réserve par les BCN de tous les prochains pays membres de la zone euro, la BCE aurait dû restituer des avoirs de réserve aux BCN appartenant actuellement à la zone.

Afin d'éviter de telles conséquences négatives résultant de l'élargissement, les organes de décision de la BCE ont suggéré à la Commission européenne de prendre les mesures nécessaires pour apporter une modification technique appropriée aux statuts du SEBC. En octobre 2002, le Conseil Ecofin a adopté les conclusions recommandant l'ajout, par le biais du Traité d'adhésion, d'un nouveau paragraphe à l'article 49 des statuts. Ce nouveau paragraphe stipule que le capital souscrit de la BCE et le plafond applicable aux transferts initiaux d'avoirs de réserve de change par les BCN seront relevés lors de l'adhésion de nouveaux États membres. Ces relèvements seront automatiques et proportionnels au poids des BCN des nouveaux États membres dans la clé de répartition modifiée.

3.3 Le Schéma directeur

L'élargissement du SEBC impose un réexamen des nombreuses fonctions de la BCE et infrastructures du SEBC, afin de permettre à ces deux institutions d'exercer leurs missions et de réaliser leurs objectifs.

La BCE a commencé à élaborer un Schéma directeur pour l'élargissement, qui servira d'instrument pour orienter l'organisation, la mise en œuvre et le suivi des activités de la BCE dans tous les domaines fonctionnels dans le cadre de la préparation de l'élargissement du SEBC et, par la suite, de l'Eurosystème. Le Schéma directeur est inspiré de celui de l'IME, qui avait préparé le cadre organisationnel et logistique nécessaire pour que le SEBC puisse mener à bien ses tâches pendant la phase III de l'UEM.

De nombreux projets d'infrastructures, impliquant des délais relativement longs, sont bien engagés. En outre, la BCE a déjà entrepris des actions afin de familiariser les banques centrales des pays candidats avec le cadre du SEBC et de les aider à préparer leur intégration dans le SEBC.

Les actions prévues dans le Schéma directeur, qui vont encore s'intensifier au cours de l'année 2003, assureront le traitement, en temps voulu, de toutes les questions pertinentes, afin de permettre une intégration harmonieuse des banques centrales des nouveaux États membres dans le SEBC, sans affecter l'intégrité opérationnelle globale des systèmes du SEBC.

3.4 L'évaluation des infrastructures de paiement, de compensation et de règlement de titres dans les pays candidats

En 2002, la BCE, en étroite collaboration avec les BCN et les banques centrales des pays candidats, a procédé à une évaluation de la sécurité et de l'efficacité des infrastructures de paiement, de compensation et de règlement de titres ainsi que des fonctions de surveillance s'y rapportant dans les douze pays candidats. Cette évaluation a impliqué la tenue de discussions sur place avec les banques centrales des pays candidats, les autres autorités nationales concernées, les opérateurs des systèmes ainsi que les intervenants de marché. Elle s'est concentrée sur les questions liées à l'élargissement de l'UE plutôt que sur les exigences de la zone euro. L'attention a porté sur des aspects tels que l'utilisation des divers instruments de paiement, le caractère approprié des infrastructures de marché, les systèmes de transfert de fonds, de compensation et de règlement de titres les plus adaptés fonctionnant ou en cours d'élaboration dans les différents pays. L'accent a également été mis sur le degré d'automatisation et de normalisation, le niveau de titrisation et d'adéquation des garanties, le rôle de la banque centrale ainsi que ses compétences,

ses capacités et ses objectifs en matière de surveillance.

Bien qu'il reste certainement encore des améliorations à apporter dans tous les pays candidats, l'évaluation a conclu que les infrastructures de paiement, de compensation et de règlement de titres ne présentent pas de problèmes suffisamment importants pour constituer des obstacles à l'adhésion à l'UE. La BCE a prodigué à toutes les banques centrales des pays candidats des recommandations tant générales que spécifiques à chaque pays sur les points susceptibles d'être améliorés. Les résultats globaux et les recommandations de cet exercice d'évaluation ont également été communiqués à la Commission européenne pour son rapport intitulé *Vers l'Union élargie, Document de stratégie et Rapport de la Commission européenne sur les progrès réalisés par chacun des pays candidats sur la voie de l'adhésion*, publié en octobre 2002.

3.5 L'Accord de confidentialité avec les banques centrales des pays candidats

Compte tenu de l'élargissement de l'UE, prévu en 2004, et de la coopération toujours plus étroite qui en résulte entre le SEBC et les banques centrales des nouveaux États membres, il est devenu nécessaire d'aboutir à un accord global concernant le partage des informations confidentielles entre le SEBC et les banques centrales des pays candidats. Un Accord de confidentialité a donc été négocié entre le SEBC et les douze banques centrales des pays candidats et il complète tous les accords séparés déjà existants entre la BCE et certaines banques centrales des pays candidats. Son but est de garantir que les parties respectent des normes communes minimales pour le traitement des informations confidentielles. L'accord s'applique non seulement aux documents, mais également, de manière générale, à toutes les informations échangées entre le SEBC et les banques centrales des pays candidats. Cette disposition est particulièrement importante compte tenu du fait que les banques centrales des

dix prochains États membres seront invitées à participer aux comités du SEBC en tant qu'observateurs après avoir signé le Traité d'adhésion.

3.6 La coopération dans le domaine de la surveillance de la contrefaçon des billets de banque

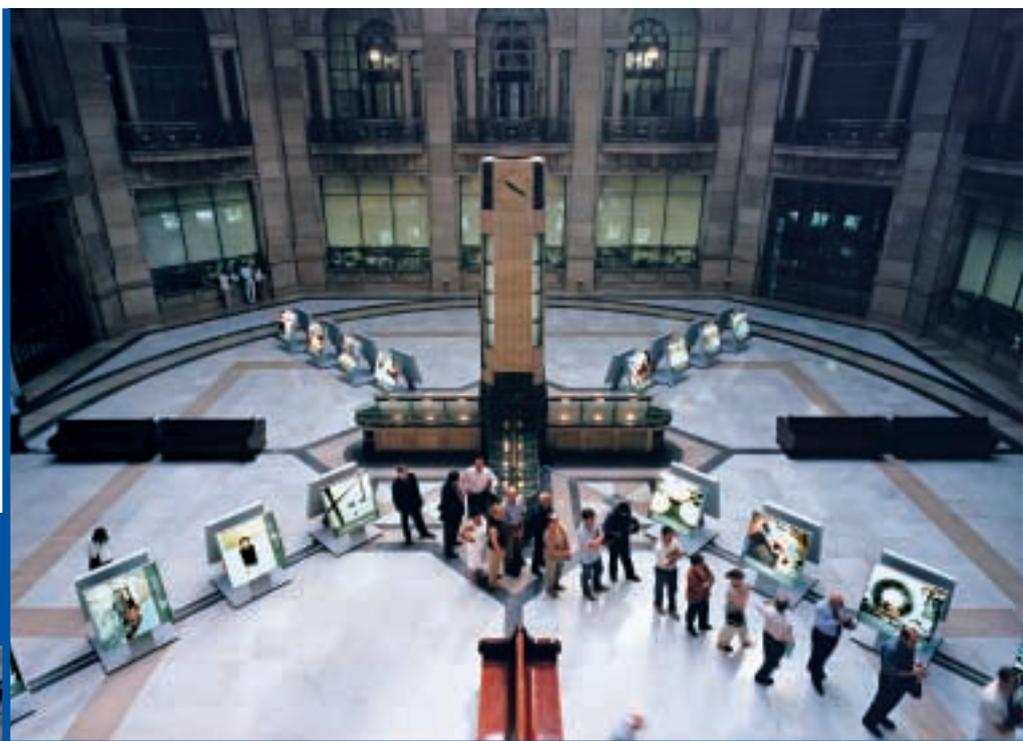
S'agissant du démarrage des opérations de son Centre d'analyse des contrefaçons et du Système de surveillance de la contrefaçon, la BCE a également coopéré étroitement avec les banques centrales des pays candidats afin de prévenir et de détecter les contrefaçons de l'euro. À cet égard, la BCE a procédé à une évaluation des banques centrales des pays candidats afin d'identifier celles qui jouent un rôle précis dans leur pays respectif en matière d'enquête et d'analyse des billets faux. Sur la base de cet examen, cinq banques centrales ont été retenues comme éventuelles premières candidates pour une coopération immédiate et un accord cadre a donc été élaboré à cet effet. La BCE a l'intention de mettre en place une coopération dans ce domaine avec toutes les banques centrales des pays candidats.

3.7 La coopération au niveau des activités de banque centrale

En 2002, la BCE et les BCN de la zone euro ont continué d'aider leurs homologues des pays candidats dans leurs préparatifs techniques pour une intégration harmonieuse dans le SEBC, puis, ultérieurement, dans l'Eurosystème. Une aide a notamment été apportée en familiarisant les banques centrales

des pays candidats avec le cadre opérationnel et fonctionnel du SEBC et de l'Eurosystème et en fournissant une expertise dans divers domaines essentiels des activités de banque centrale. Par conséquent, la coopération entre l'Eurosystème et les banques centrales des pays candidats est demeurée très active en 2002.

Plus de 300 activités de coopération entre banques centrales ont été réalisées en 2002, portant ainsi à près de 1000 le nombre total d'activités de coopération techniques effectuées depuis fin 1999. Depuis 1999, un concours a été apporté dans les domaines des systèmes de paiement, de la convergence juridique et d'autres questions concernant le cadre juridique du SEBC, les politiques et l'analyse économiques, les statistiques, la politique monétaire et son cadre opérationnel, les questions de change, la surveillance prudentielle, les normes comptables, les billets en euros, l'audit interne, les technologies de l'information et la libéralisation des mouvements de capitaux. Ces activités se sont déroulées sous forme de séminaires et d'ateliers d'experts, de visites bilatérales au niveau des experts, de consultations à un niveau élevé, de parcours de formation, de stages et d'activités d'assistance technique spécifique. Dans certains cas, des experts de l'Eurosystème et des banques centrales des pays candidats ont mené des analyses conjointes, portant, notamment, sur l'état d'avancement des préparatifs juridiques pour l'adhésion à l'UE, les systèmes de paiement et de règlement de titres, les secteurs financiers et différents aspects du cadre statistique dans les pays candidats.



L'exposition de photographies "The Making of the Euro" dans les locaux du Banco de España à Madrid et à Barcelone, durant l'été 2002

Chapitre VII

La production et l'émission de billets en euros

I L'introduction des billets et pièces en euros et l'évolution de la circulation fiduciaire

Les billets en euros sont émis par la BCE et les BCN de la zone euro. À partir du 1^{er} janvier 2002, les billets et pièces en euros ont été mis en circulation dans les douze États membres participants, l'euro devenant ainsi la nouvelle monnaie de plus de 300 millions de citoyens européens, en remplacement des pièces et billets nationaux. Grâce aux travaux préparatoires de grande ampleur réalisés par l'ensemble des professionnels impliqués dans cette entreprise et aux efforts importants qu'ils ont consentis, en particulier lors de la période du passage à l'euro fiduciaire en janvier et février 2002, l'introduction des pièces et billets communs s'est déroulée sans encombre. L'accueil favorable réservé par le grand public, qui a bien accepté les billets et pièces en euros dès le début 2002, a favorisé le succès de cette opération sans précédent.

I.1 La préalimentation et la sous-préalimentation en billets et pièces en euros en 2001

Deux facteurs essentiels ont permis un passage harmonieux à l'euro fiduciaire : la préalimentation des établissements de crédit pour des volumes importants de billets et pièces en euros et la sous-préalimentation des commerçants au moyen d'une « masse critique » de billets et pièces en euros, opérée au cours des quatre derniers mois de 2001 par les établissements de crédit. D'un point de vue logistique, on peut considérer que ces opérations ont joué un rôle central dans la réalisation d'un des principaux objectifs du scénario du passage à l'euro fiduciaire, à savoir que la plupart des transactions en espèces puissent s'effectuer en euros à mi-janvier 2002. Globalement, les BCN de la zone euro ont fourni 6,4 milliards de billets en euros pour une valeur nominale d'environ 133 milliards d'euros aux établissements de crédit situés à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro. Les principaux acteurs du passage à l'euro fiduciaire étaient par conséquent très bien préparés à

l'introduction des billets et pièces en euros le 1^{er} janvier 2002. Les petites coupures en euros étant particulièrement nécessaires à des fins de transaction, la préalimentation a couvert, en termes de volume, quelque 80 % des besoins en petites coupures pour le passage à l'euro fiduciaire. Parallèlement, près de 38 milliards de pièces en euros avaient été pré-distribuées aux établissements de crédit ainsi qu'aux commerçants et une quantité limitée de pièces a également été mise à la disposition des particuliers de la zone euro avant le lancement de la monnaie unique sous forme de sachets « premiers euros » : globalement, cette distribution a représenté 97 % du volume total de pièces nécessaires au passage à l'euro fiduciaire.

I.2 L'introduction des billets et des pièces en euros lors de la période du passage à l'euro fiduciaire en 2002

Outre les volumes fournis au titre de la préalimentation mentionnés ci-dessus, l'Eurosystème a émis 1,7 milliard de billets en euros lors de la première quinzaine de janvier 2002, pour une valeur de 67 milliards d'euros. Le 15 janvier 2002, la quantité de billets en euros en circulation (y compris les encaisses détenues par les IFM) a atteint un pic de 8,1 milliards. Par la suite, malgré une progression constante en valeur, le nombre de billets en euros en circulation a reculé de 7,5 % pour revenir à 7,5 milliards le 1^{er} mars 2002, date à laquelle l'euro est devenu la seule monnaie ayant cours légal dans la zone euro. Cela pourrait s'expliquer par la forte demande de précaution portant sur les petites coupures en euros (en particulier les billets de 5 euros et 10 euros) qui a émané des établissements de crédit et du commerce de détail lors des deux premières semaines de janvier, afin de faciliter le rendu de monnaie. Cette hypothèse est confirmée par la diminution, de 34 % et 17 %, respectivement, du nombre de billets de 5 euros et de 10 euros en circulation entre mi-janvier et fin février,

tandis que la demande concernant les autres coupures a continué de s'accroître durant cette période.

La valeur des billets en euros en circulation a augmenté de façon continue lors des deux mois du passage à l'euro fiduciaire, passant de 133 milliards d'euros début janvier à 247 milliards fin février, soit une progression de 86 %. Fin février, les billets en euros en circulation représentaient déjà 86,5 % de la valeur totale des billets nationaux et des billets en euros en circulation.

Compte tenu du volume considérable de pièces en euros fournies en préalimentation aux banques et aux autres groupes cibles professionnels, pour une valeur de 12,4 milliards d'euros, la quantité de pièces en euros en circulation n'a augmenté que de 2,6 % lors des deux premières semaines de la période du basculement à l'euro fiduciaire. Comme pour les billets en euros, la circulation des pièces en euros a atteint son niveau maximal le 15 janvier 2002, avec 38,6 milliards de pièces pour une valeur de 12,6 milliards d'euros (sans compter les stocks conservés par les BCN). À partir de mi-janvier 2002, le nombre de pièces en euros en circulation a commencé à diminuer légèrement et, au terme de la période de double circulation, on dénombrait 35,8 milliards de pièces en euros en circulation. La valeur des pièces en euros en

circulation a baissé de 8,2 % entre mi-janvier et fin février, retombant à 11,5 milliards d'euros.

1.3 L'évolution de la circulation fiduciaire en euros durant le reste de l'année 2002

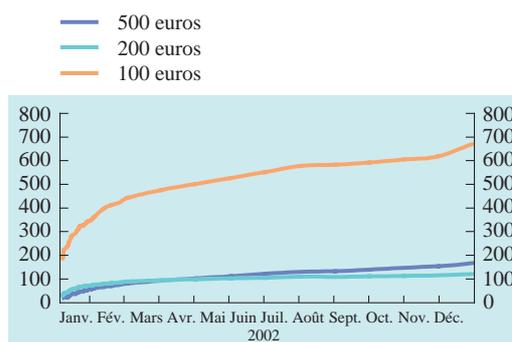
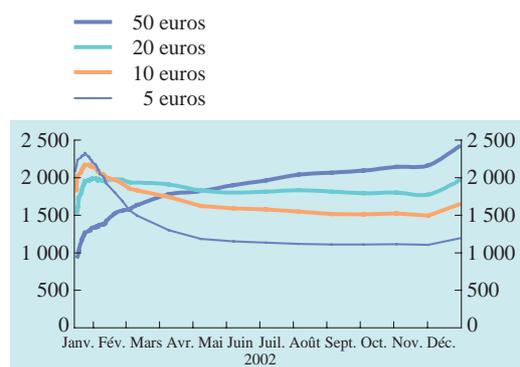
Le léger recul du nombre de billets en euros en circulation s'est poursuivi jusqu'à avril 2002, où un point bas de 7,2 milliards a été atteint. À fin de 2002, la quantité de billets en euros en circulation avait augmenté modérément, de 13,8 %, pour atteindre 8,2 milliards. La valeur des billets en euros en circulation a continué de s'accroître, progressant de 45,3 % entre mars et décembre 2002, pour s'établir à 359 milliards d'euros. Cette évolution peut être principalement attribuée à la forte demande de grosses coupures, en particulier les billets de 500 euros et 200 euros. À fin 2002, en prenant en compte les billets nationaux non encore échangés, la valeur totale des billets en circulation représentait 98 % de celle des billets nationaux en circulation à fin 2000.

À l'instar de la tendance observée pour les billets, la circulation des pièces en euros a légèrement diminué jusqu'à avril 2002, où elle a atteint un point bas de 34,7 milliards d'unités, pour une valeur de 11 milliards d'euros. Par la suite, le volume de pièces en

Graphique 33

Billets en euros en circulation en 2002

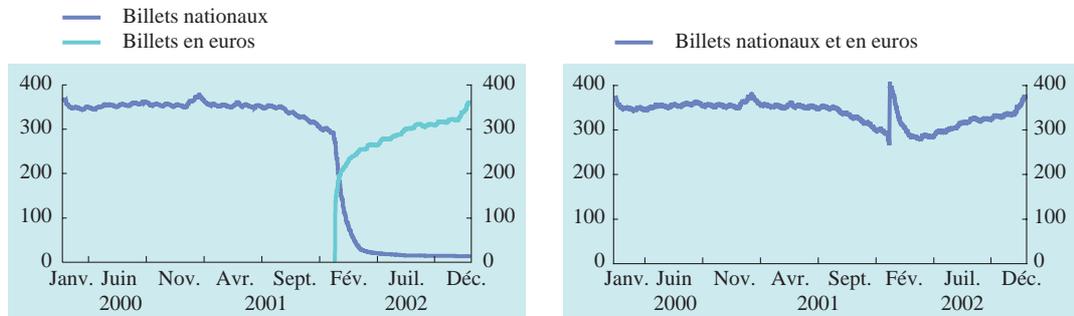
(en millions d'unités)



Graphique 34

Billets en circulation entre 2000 et 2002

(en milliards d'euros)



euros en circulation a augmenté modérément jusqu'à 40,0 milliards à fin décembre, pour une valeur de 12,4 milliards d'euros.

1.4 Le retrait des monnaies nationales

La circulation des billets nationaux est restée relativement normale jusqu'à mi-2001 : à partir de ce moment, l'imminence du passage à l'euro fiduciaire a provoqué un retour significatif des billets, mouvement qui s'est fortement accéléré à partir de septembre 2001, début de la période de préalimentation. Une importante proportion de ces billets était constituée de grosses coupures. La valeur des billets nationaux en circulation a chuté de 29 % au cours de 2001, tombant de 380 milliards d'euros à 270 milliards, tandis que la quantité de billets nationaux en

circulation est revenue de 11,7 milliards de billets à 9,6 milliards sur la même période. Au cours des deux premiers mois de 2002, un total de 6,7 milliards de billets nationaux, soit 70 % de la quantité de billets nationaux en circulation à fin 2001, a été retiré de la circulation. Au cours de cette période, 4 % à 6 % du reliquat, en valeur, des billets de banque nationaux en circulation ont été déposés chaque jour dans les BCN. Cela a entraîné de brusques diminutions, à hauteur de 178 milliards d'euros en janvier puis de 58 milliards en février, de la valeur des billets nationaux en circulation. Durant le reste de l'année 2002, le rythme des retours de billets nationaux s'est sensiblement ralenti. En fin d'année, la valeur des billets nationaux non encore remboursés s'élevait à 13,3 milliards d'euros.

2 La production des billets et pièces en euros

2.1 La production des billets en euros

Après le succès du lancement des billets en euros, l'Eurosystème a passé en revue l'ensemble des normes, méthodes et procédures utilisées pour leur production, afin d'améliorer la qualité ainsi que l'efficacité de l'ensemble du processus. Cet examen s'est appuyé sur l'expérience acquise par les sites de production ainsi que sur les réactions du public, des banques et autres utilisateurs des billets en euros. De nouvelles techniques et de nouveaux processus de production et de

contrôle de qualité ont également été évalués et mis en application en vue des prochains programmes de production, permettant ainsi une amélioration des normes de qualité sur les sites de production. Par ailleurs, une attention accrue a été portée à la gestion globale, fondée sur des normes industrielles, des problèmes de santé, de sécurité et d'environnement relatifs à la production et à l'utilisation des billets. De surcroît, le point a été fait sur les divers matériaux utilisés dans la production des billets en euros.

Tableau 18**Répartition de la production des billets en euros en 2002**

Coupsures	Nombre (en millions de billets)	Valeur (en millions d'euros)	BCN en charge de la production
5 euros	1 131	5 655	FR, NL, AT, PT
10 euros	1 045	10 450	DE, GR, IE
20 euros	1 555	31 100	ES, FR, IT, FI
50 euros	742	37 100	BE, ES, NL
100 euros	307	30 700	IT, LU
Total	4 780	115 005	

Ce processus d'amélioration permanente restera en application pour tous les programmes de production ultérieurs, tant pour les séries de billets actuelles que pour les séries futures. De nouvelles normes de qualité renforcées ont été définies concernant la production de billets en 2003.

En avril 2001, le Conseil des gouverneurs a décidé qu'à l'avenir la fabrication des billets en euros s'effectuerait selon un scénario de *pooling* décentralisé : chaque BCN de la zone euro est en charge de la fourniture d'une partie seulement de la production totale de billets pour un petit nombre de coupures. Ce système de *pooling* contribue à garantir l'homogénéité de la qualité des billets en réduisant le nombre de sites de production pour chaque coupure, et il permet à l'Eurosystème de profiter d'économies d'échelle.

L'échange indispensable des billets nouvellement imprimés entre les BCN s'effectue gratuitement. Au cours de 2002, les procédures de réception, de contrôle et d'audit de la production des billets en euros ont encore été améliorées.

Les besoins totaux de production pour 2002 s'élevaient à 4,8 milliards de billets. Ces billets sont destinés à répondre à toute augmentation de la circulation fiduciaire, à remplacer les billets détériorés, et à garantir aux BCN des stocks logistiques suffisants pour satisfaire toute demande de billets, même en cas de pic saisonnier.

Les stocks logistiques de billets de 200 euros et 500 euros issus de la production initiale ont été jugés suffisants pour satisfaire aux besoins de 2002. Le tableau 18 présente une vue d'ensemble de la répartition de la production entre les BCN.

2.2 La gestion du stock et la création du stock stratégique de l'Eurosystème

La nécessité d'une coordination plus poussée a été ressentie non seulement dans le domaine de la production, mais également dans celui de l'émission des billets en euros. Cela s'est traduit, entre autres, par la conclusion d'un accord portant sur le cadre de gestion des stocks logistiques au sein de l'Eurosystème.

En outre, le Conseil des gouverneurs a pris des décisions relatives à la production de billets et aux dispositions supplémentaires pour la création du stock stratégique de l'Eurosystème. Ce dernier sera utilisé dans l'éventualité où les stocks logistiques de l'Eurosystème s'avèreraient insuffisants pour couvrir une progression inattendue de la demande de billets en euros, ou en cas d'interruption soudaine de l'approvisionnement en billets en euros. Le stock stratégique de l'Eurosystème représente 30 % de la valeur totale des billets en euros en circulation pour les trois valeurs faciales les plus élevées et 20 % du nombre de billets en euros en circulation pour les coupures de valeur inférieure. En conséquence, le stock stratégique de l'Eurosystème comprend à l'heure actuelle quelque 1,74 milliard de billets.

La portion inutilisée du stock central de réserve, qui avait été créé pour couvrir les risques d'une pénurie de billets lors de la période du passage à l'euro fiduciaire, a été transférée au stock stratégique de l'Eurosystème. Une autre partie du stock stratégique sera produite en 2003, parallèlement aux billets destinés à couvrir les besoins logistiques des BCN.

2.3 Le soutien à la production des pièces en euros

Les États membres sont responsables de la production des pièces en euros. La BCE agit en tant qu'expert indépendant de la qualité des pièces en euros. Elle a contribué à la mise en œuvre et à la maintenance d'un système

commun de gestion de qualité dans les hôtels des monnaies produisant des pièces en euros. En 2002, la production s'est poursuivie à un rythme réduit. La qualité des pièces a été évaluée régulièrement par le biais de rapports mensuels de qualité, d'audits de qualité et d'analyses d'échantillons.

3 Les dispositions communes de l'Eurosystème en matière de traitement des espèces

L'introduction des billets et pièces en euros posait des défis aux BCN de la zone euro, dont les traditions et les pratiques nationales différaient en ce qui concerne la logistique et les services liés au traitement des espèces. Le Conseil des gouverneurs a souligné à plusieurs reprises l'importance d'une égalité de traitement pour les services liés au traitement des espèces et a pris un certain nombre de mesures en faveur d'une concurrence équitable dans ce domaine.

commission doit être versée pour ces services facultatifs, étant donné que ceux-ci peuvent également être offerts par de tierces parties de la sphère commerciale.

Le Conseil des gouverneurs a également défini une position commune pour les heures d'ouverture et les règles de débit et de crédit relatives aux services liés au traitement des espèces aux guichets des BCN. Les mesures suivantes visent à encourager l'égalité de traitement :

3.1 La politique en matière de commissions et la position commune de l'Eurosystème en ce qui concerne les heures d'ouverture et les règles de débit et de crédit pour les services liés au traitement des espèces aux guichets des BCN

À compter du 1^{er} mars 2002, l'Eurosystème pratique une politique commune en matière de commissions applicables aux transactions en espèces effectuées par des clients professionnels aux guichets des BCN. Elle distingue différents niveaux de services :

- les services gratuits : il s'agit des services de base offerts par toutes les BCN, compte tenu de leur mission fondamentale d'approvisionnement de l'économie en espèces ;
- les services tarifés : ce sont les services supplémentaires que les BCN peuvent décider d'offrir. Dans ce cas, une

- Les BCN doivent offrir la possibilité de déposer et de retirer des billets de banque et des pièces pendant une plage minimale quotidienne de six heures (à déterminer au niveau national), au moins à quelques-uns de leurs guichets.

- Le débit ou le crédit des transactions en espèces dans le laps de temps susmentionné doit être effectué au moment du retrait ou du dépôt physique aux guichets des BCN.

- Les BCN peuvent également recourir à des mesures liées à leur rôle et à leurs tâches spécifiques dans leur pays respectif (par exemple une extension des heures d'ouverture pour les services liés au traitement des espèces, ou des procédures de débit différé/crédit anticipé, ce qui, en termes de coûts pour de tierces parties commerciales, a le même effet qu'une extension des heures d'ouverture).

3.2 La détermination d'une position commune concernant l'utilisation des caisses recyclantes dans la zone euro

Une position commune a été adoptée quant à l'utilisation des caisses recyclantes dans la zone euro. Il s'agit d'appareils autonomes, à l'usage de la clientèle, conçus pour recevoir, traiter et délivrer des billets. Ce processus totalement automatisé ne requiert plus d'interventions manuelles supplémentaires et il raccourcit le circuit de traitement des espèces, réduisant donc significativement les coûts de gestion en la matière.

Les aspects organisationnels et techniques de l'utilisation de ces machines ont fait l'objet

d'une table ronde, à laquelle ont participé les associations européennes du secteur du crédit et les fabricants de ce type de machines. Par la suite, le Conseil des gouverneurs a approuvé la position commune de l'Eurosystème pour l'utilisation des caisses recyclantes par les établissements de crédit et les autres acteurs de la zone euro participant au tri et à l'approvisionnement du public en billets. Les principaux éléments à cet égard sont les critères de vérification de l'authenticité des billets et les exigences en matière de tri en fonction de la qualité des billets, afin d'empêcher la remise en circulation de contrefaçons, de billets douteux ou de billets détériorés devenus impropres à la circulation, par exemple parce qu'ils sont déchirés ou sales.

4 La protection des billets en euros contre la contrefaçon

Quoique les contrefaçons n'aient historiquement jamais représenté qu'une fraction très limitée du nombre de billets en circulation dans ce qui constitue à présent la zone euro, l'Eurosystème est néanmoins déterminé à protéger les billets en euros de la contrefaçon sur la base des critères les plus stricts possibles. Les billets en euros ont été conçus et développés de façon à figurer parmi les plus sophistiqués au monde en termes de protection contre la contrefaçon. De plus, l'Eurosystème a mené une vaste campagne d'information, destinée tant au grand public qu'aux professionnels, et portant sur les caractéristiques graphiques et les signes de sécurité des billets en euros. Cette campagne a été bien accueillie, comme en témoignent les résultats d'une enquête réalisée en 2002 et le nombre de consultations du site Internet consacré à cette campagne d'information. L'efficacité de la préparation de l'introduction des billets en euros est aussi démontrée par le fait que le nombre de faux billets en euros recensés en 2002 n'a atteint qu'environ le quart du nombre de faux billets en monnaies nationales découverts en 2001.

En 2002, l'Eurosystème a mis sur pied à la BCE un Centre d'analyse des contrefaçons qui gère une base de données commune sur les faux billets en euros et coordonne les informations statistiques et techniques émanant des Centres nationaux d'analyse de l'ensemble de l'UE. En 2002, 167 118 faux billets en euros ont été recensés, ce nombre se répartissant comme suit selon les coupures :

	5 euros	10 euros	20 euros	50 euros
Nombre	1 039	3 108	14 845	136 133
Pourcentage	0,6	1,9	8,9	81,4
	100 euros	200 euros	500 euros	Total
Nombre	10 307	1 525	161	167 118
Pourcentage	6,2	0,9	0,1	100

Ces données font immédiatement apparaître un nombre particulièrement élevé de fausses coupures de 50 euros. La falsification de ce billet offre, en effet, un compromis entre maximisation des gains et réduction au minimum de la probabilité d'examen détaillé par le public.

La distribution temporelle du nombre de faux billets présente traditionnellement un profil saisonnier caractérisé par un point haut au cours des périodes de vacances. Ce schéma classique ne s'est pas vérifié en 2002. Au cours du premier semestre, le nombre de faux enregistrés est resté particulièrement limité, les billets en euros étant encore considérés comme des nouveautés, objets d'un examen attentif du public et dès lors peu susceptibles d'être falsifiés. Un accroissement du nombre de contrefaçons a été relevé au second semestre, ce nombre restant cependant à des niveaux relativement faibles par rapport au passé.

En outre, les faux étaient généralement de piètre qualité. Quoique certaines techniques ingénieuses aient été employées, aucune des contrefaçons découvertes n'aurait pu passer au travers des tests consistant à « regarder, toucher, incliner », recommandés par l'Eurosystème pour vérifier l'authenticité des billets en euros. L'Eurosystème continue néanmoins de surveiller les développements intervenant dans l'industrie graphique et il évalue les menaces que ces évolutions pourraient entraîner sous la forme de contrefaçons de grande qualité. En effet, en raison des récentes évolutions techniques, l'Eurosystème a dû, comme nombre d'autres institutions émettrices de billets de banque, consentir d'importants investissements dans la recherche-développement. Les billets en euros possèdent déjà actuellement un certain nombre de signes de sécurité, qui ont tous pour objet de compliquer la contrefaçon, ou de la rendre plus facile à détecter.

Actuellement, les efforts de recherche-développement de l'Eurosystème sont principalement axés sur les activités qui

garantissent le maintien de l'intégrité des billets en euros face à la menace de contrefaçon. Ils sont dirigés tant vers les bases techniques de la conception graphique des futurs billets en euros que vers l'amélioration des signes de sécurité existants. Ce travail est essentiel pour répondre aux exigences auxquelles les billets en euros devront faire face à l'avenir. L'Eurosystème suit avec attention les évolutions dans le domaine de la contrefaçon des billets en euros et prendra, le cas échéant, les mesures appropriées.

L'Eurosystème a également continué de contribuer à la collaboration internationale dans le domaine de la lutte contre la contrefaçon en 2002. En avril, la communauté internationale a identifié un besoin de ressources supplémentaires afin d'aider l'expérimentation et la mise en œuvre de techniques de lutte contre la contrefaçon. La BCE a commencé à explorer la possibilité d'accueillir une unité technique à Francfort et le Conseil des gouverneurs a décidé en juin de l'établissement du Centre international de lutte contre la contrefaçon, organe doté en personnel de la BCE et d'autres autorités émettrices. Ce centre est le point de contact technique international pour les autorités émettrices et les institutions impliquées dans la lutte contre la contrefaçon. Il effectue des tests pour vérifier les dispositifs de lutte contre la contrefaçon utilisés dans certains équipements de reproduction et fait également office de référence technique. Les détails définitifs relatifs à l'établissement et au financement du centre ont été adoptés en décembre 2002.

*Inauguration de l'École européenne à
Francfort-sur-le-Main, le 5 septembre 2002*



Chapitre VIII

Les systèmes de paiement et de règlement de titres

Vue d'ensemble

Pour mener à bien sa mission consistant à promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement, l'Eurosystème offre des dispositifs de paiement et de règlement de titres, tout en assurant la surveillance des systèmes de paiement et de règlement en euros et en jouant le rôle de catalyseur des réformes.

Sur le plan opérationnel, le Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel (*Target*) a fonctionné régulièrement, avec succès, en 2002, son activité ayant fortement progressé en volume et en valeur. Au cours de l'année sous revue, le Conseil des gouverneurs a pris des décisions d'ordre stratégique en ce qui concerne l'avenir de *Target* et la connexion au système des pays candidats à l'adhésion à l'UE. La conception de *Target 2* sera définie au terme d'une consultation engagée auprès de ses utilisateurs.

En ce qui concerne la participation opérationnelle de l'Eurosystème dans le domaine des titres, le modèle de banque centrale correspondante (MBCC), conçu comme une solution provisoire pour permettre l'utilisation transfrontière des garanties, est demeuré le principal instrument dans ce domaine et à ce titre, le dispositif sera encore renforcé. S'agissant de l'utilisation de garanties dans le cadre des opérations de politique monétaire et de crédit intrajournalier traitées par le système *Target*, les évolutions intervenues en 2002 sont présentées au chapitre II, section 1.6 relative aux actifs éligibles.

Dans le cadre de la mise en œuvre et du développement de la surveillance, tous les systèmes de paiement d'importance systémique en euros sont évalués au regard

des *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* (BRI, Bâle, janvier 2001), qui ont été adoptés comme normes minimales par le Conseil des gouverneurs en février 2001. En outre, des consultations publiques relatives aux normes de surveillance pour les systèmes de paiement de masse et aux objectifs de sécurité des systèmes de monnaie électronique ont été organisées. Avec le démarrage du système CLS (*Continuous Linked Settlement*) en septembre 2002, la BCE fait office d'agent de règlement pour les paiements en euros des participants à CLS et prend part à la surveillance concertée du dispositif dont le Système fédéral de réserve est la principale autorité de tutelle.

Dans le domaine des paiements de masse, l'Eurosystème, qui joue le rôle de catalyseur du changement, a soutenu les initiatives du secteur bancaire visant à instaurer une zone unique de paiement en euros. Il s'agit de permettre aux citoyens européens d'effectuer des paiements dans toute la zone euro de manière aussi sûre, rapide et efficace que s'il s'agissait de paiements domestiques.

En ce qui concerne les systèmes de compensation et de règlement de titres, l'évaluation des systèmes de règlement de titres éligibles pour le règlement des garanties dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème a continué et le processus d'intégration et de consolidation des marchés de titres a fait l'objet d'un suivi attentif. La coopération avec le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières s'est poursuivie en vue de l'élaboration de normes européennes relatives aux activités d'échange et de règlement, sur la base des recommandations agréées à l'échelle internationale.

I Le fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement de titres

I.1 Le système Target

Le système *Target* contribue au fonctionnement du marché monétaire intégré en euros, qui constitue par ailleurs un élément indispensable à la conduite efficace de la politique monétaire unique. De la même manière, *Target* a continué à répondre à ses deux autres objectifs principaux, à savoir accroître l'efficacité des paiements transfrontière en euros et fournir un mécanisme efficace et sûr pour le règlement des paiements de montant élevé, tant nationaux que transfrontière.

En 2002, le système *Target* a traité, en valeur, près de 85 % du volume total des paiements de gros montant en euros, contre près de 75 % en 2001. Cette progression s'explique notamment par la poursuite du processus de consolidation du marché, marquée par la fermeture du système hybride *Euro Access Frankfurt (EAF)* au moment du lancement du système RTGS^{plus} par la Banque fédérale d'Allemagne. La constante augmentation des flux transfrontière enregistrés dans *Target* témoigne également du rôle décroissant du système de banque correspondante dans la zone depuis l'introduction de l'euro. En 2002, le nombre des participants directs à *Target* s'est établi à 1 560, celui des participants indirects à 2 328, le nombre des banques et succursales auxquelles des messages *Target* peuvent être adressés dans le monde s'établissant à 40 000 environ.

Le fonctionnement de Target

En 2002, le système *Target* a traité, en moyenne quotidienne, 253 016 paiements (transfrontière et nationaux) pour un montant total de 1 552 milliards d'euros. Cela représente un accroissement de 20 % du nombre de paiements et de 19 % en valeur par rapport à 2001.

En valeur, les flux transfrontière ont représenté 31 % du total des flux enregistrés dans *Target*, contre 39 % en 2001 ; en volume, leur part est demeurée inchangée à 21 %. Les transactions interbancaires ont représenté 96 % des paiements *Target* transfrontière en valeur, et 54 % en volume, le reliquat étant constitué de paiements de clientèle transfrontière. Le montant moyen d'un paiement interbancaire transfrontière s'est

Tableau 19
Flux de paiements dans *Target* *)

En volume	2001	2002	Variations (en %)
Ensemble des paiements			
Total	53 663 478	64 519 000	20
Moyenne quotidienne	211 274	253 016	20
Paiements nationaux			
Total	42 164 099	50 785 315	20
Moyenne quotidienne	166 000	199 158	20
Paiements transfrontière			
Total	11 499 379	13 733 685	19
Moyenne quotidienne	45 273	53 858	19
En valeur (milliards d'euros)	2001	2002	Variations (en %)
Ensemble des paiements			
Total	329 992	395 635	20
Moyenne quotidienne	1 299	1 552	19
Paiements nationaux			
Total	201 389	271 914	35
Moyenne quotidienne	793	1 066	34
Paiements transfrontière			
Total	128 603	123 721	-4
Moyenne quotidienne	506	485	-4

*) 254 jours de fonctionnement en 2001 et 255 en 2002

Tableau 20
Pic d'activité de *Target* en 2002

En volume	Montant	Date
Ensemble des paiements	371 758	28 juin
Paiements nationaux	289 706	28 juin
Paiements transfrontière	82 079	29 nov.
En valeur (milliards d'euros)		
Ensemble des paiements	2 172	28 juin
Paiements nationaux	1 489	28 juin
Paiements transfrontière	689	29 nov.

élevé à 15,9 millions d'euros, contre 17,7 millions en 2001 et celui d'un paiement de clientèle transfrontière à 0,8 million, contre 1,0 million en 2001. Des informations plus détaillées, portant également sur les jours de pics d'activité, sont présentées dans les tableaux 19 et 20.

Confirmant les observations faites en 2001, les participants à *Target* présentent généralement leurs paiements en début de journée. À 13 heures, plus de 50 % du volume quotidien des opérations transfrontière et près de 75 % du volume total, a déjà été réglé dans *Target*. Le démarrage des opérations CLS en septembre 2002 a encouragé cette tendance, les paiements CLS en euros devant être effectués entre 7 heures et 12 heures. Cette présentation effectuée tôt dans la journée contribue largement au bon fonctionnement du système *Target* et permet de limiter un risque d'engorgement en raison de contraintes de liquidité survenant plus tard dans la journée.

Le calendrier à long terme des jours de fermeture de *Target* a été strictement appliqué pour la première fois en 2002. Jusqu'à nouvel ordre, l'ensemble du système *Target*, y compris tous les systèmes nationaux de règlement brut en temps réel (RBTR) sera fermé les jours de fermeture de *Target*. La mise en œuvre de ce calendrier à long terme a permis de lever les incertitudes suscitées, sur les marchés de capitaux, par les modifications de calendrier apportées les années précédentes.

Le 18 novembre 2002, le lancement de la nouvelle version de *Target* s'est effectué avec succès. La mise à jour a porté notamment sur la maintenance du logiciel et la validation de l'Identifiant international de compte bancaire (*International Bank Account Number*, IBAN) pour les paiements de clientèle. L'utilisation de l'IBAN est une condition préalable au traitement de bout en bout (*straight-through processing*, STP) des paiements de clientèle et constitue une étape supplémentaire dans cette direction.

Le 27 novembre 2002, le Conseil des gouverneurs a adopté un nouveau cadre d'indemnisation pour les utilisateurs de *Target* en cas de dysfonctionnement du système. Ce nouveau cadre s'inspire des pratiques de marché existantes et vise à offrir une indemnisation rapide et standardisée de certains dommages.

La disponibilité de Target

La disponibilité de *Target* a continué de s'améliorer en 2002, pour atteindre 99,77 %. Le nombre d'incidents a encore diminué, de 6 %, par rapport à 2001. Les procédures de secours de *Target* ont été renforcées en 2002, en vue d'accroître leur efficacité et de répondre aux exigences des paiements d'importance systémique et aux besoins des opérations CLS, mais aussi de prendre en compte les leçons des événements du 11 septembre 2001. Des essais pratiqués à grande échelle et une première expérience en situation réelle ont démontré l'utilité des procédures de secours renforcées.

Les relations avec les utilisateurs de Target

En 2002, la BCE et les BCN ont poursuivi leur dialogue avec les utilisateurs de *Target*. Comme l'année précédente, des réunions régulières des groupes d'utilisateurs nationaux de *Target* ont eu lieu. Deux réunions du *Contact Group on Euro Payments Strategy* (COGEPS) se sont également tenues au niveau du SEBC. En outre, deux réunions mixtes du *Target Management Working Group* (TMWG) composé de représentants du SEBC et du *Target Working Group* (TWG) qui rassemble des représentants de banques européennes ont eu lieu à la BCE en vue d'intensifier, au niveau européen, le dialogue sur les questions opérationnelles relatives à *Target*. Des contacts étroits avec les utilisateurs permettent de prendre en compte leurs besoins et à l'Eurosystème d'y répondre de manière appropriée.

Le processus d'adhésion à l'UE

Le 24 octobre 2002, le Conseil des gouverneurs a décidé que les banques centrales des pays candidats pourraient rejoindre *Target* au moment de leur adhésion à l'UE, sans que cela constitue une obligation. Différentes options concernant la connexion à *Target* des banques centrales des pays candidats et incluant des scénarios qui ne les obligeraient pas à gérer leur propre plate-forme RTGS en euros, sont en cours d'élaboration et de discussion.

Le système Target 2

Le 24 octobre 2002, le Conseil des gouverneurs a également pris une décision stratégique s'agissant de la physionomie de la nouvelle génération du système *Target* (*Target 2*). L'objectif principal de l'Eurosystème consiste à s'assurer que *Target* évolue vers un système qui : (a) réponde mieux aux besoins de la clientèle en fournissant un niveau de services largement harmonisé ; (b) garantisse l'efficacité en termes de coûts ; et (c) soit susceptible de s'adapter rapidement aux évolutions à venir, et notamment à l'élargissement de l'UE et de l'Eurosystème. Parallèlement, les BCN demeureront en charge des comptes et des relations avec les établissements de crédit.

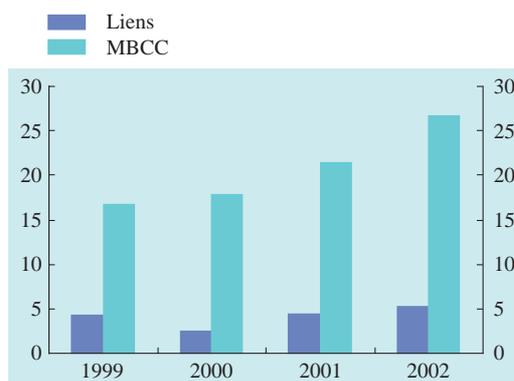
Target 2, qui ne devrait pas entrer en activité avant la seconde moitié de la décennie, sera un système à plates-formes multiples, constitué de composantes nationales et d'une composante « partagée ». Cette dernière sera une plate-forme informatique utilisée en commun par un certain nombre de banques centrales qui auront renoncé à leur plate-forme individuelle sur la base du volontariat. Dans les trois ans qui suivront le démarrage de *Target 2*, la capacité de la composante partagée unique à satisfaire les besoins de toutes les banques centrales et communautés bancaires ne souhaitant pas maintenir une plate-forme individuelle fera l'objet d'une évaluation. Il pourrait alors

être décidé de créer des plates-formes additionnelles susceptibles d'être partagées à un stade ultérieur du développement de *Target 2*. Comme dans le cas du système *Target* actuel, *Target 2* sera un système de règlement en monnaie de banque centrale pour les paiements en euros, principalement destiné aux opérations de gros montant et d'importance systémique. En outre, comme dans le dispositif actuel, il pourra servir pour les paiements que les utilisateurs souhaitent traiter en temps réel et en monnaie de banque centrale. *Target 2* offrira un niveau de service beaucoup plus harmonisé que le système actuel. Le tronc commun de services (*core service*), qui comprendra tous les services et fonctionnalités offerts par toutes les composantes de *Target 2*, appliquera une structure tarifaire unique à l'échelle de l'Eurosystème pour les opérations nationales et transfrontière traitées par *Target*. Cette structure tarifaire unique sera établie sur la base d'un système RBTR de référence, défini comme étant celui dont le coût moyen par transaction est le plus faible. Les BCN auront la possibilité de fournir des services supplémentaires, qui seront tarifés séparément et indépendamment par chaque banque centrale. Le 16 décembre 2002, une consultation publique relative à « *Target 2* : principes et structure » a été lancée.

Graphique 3 5

Évolution des garanties transfrontière en pourcentage du total des garanties fournies à l'Eurosystème

(en pourcentage)



1.2 Le modèle de banque centrale correspondante

Le MBCC permet l'utilisation transfrontière des garanties par les contreparties aux opérations de politique monétaire et de crédit intrajournalier. Il a été instauré en 1998 à titre de solution provisoire jusqu'à la mise en place d'autres solutions par le marché. En 2002, le MBCC est demeuré le principal instrument de transfert transfrontière des garanties à l'Eurosystème. Le montant des garanties conservées dans le cadre du dispositif a progressé, passant de 157 milliards d'euros fin 2001 à 194 milliards fin 2002.

Les contreparties ont peu eu recours, pour le transfert de garanties transfrontière, à la solution de rechange au MBCC, à savoir les liens éligibles établis entre systèmes de règlement de titres. Le graphique 35 présente les évolutions intervenues dans l'utilisation transfrontière des garanties *via* le MBCC, ainsi que des liens, en pourcentage du total des actifs fournis en garantie à l'Eurosystème.

Pour répondre aux demandes formulées par les contreparties en vue du maintien du MBCC, du raccourcissement des délais de traitement et de l'allongement des horaires de fonctionnement, le Conseil des gouverneurs a décidé la poursuite des activités du MBCC à moyen terme et d'en améliorer encore le fonctionnement. À cet égard, il a été décidé, au niveau de l'Eurosystème, d'instaurer un délai de référence d'une heure¹ pour les procédures internes des BCN à compter de 2004. En tout état de cause, certaines BCN ont commencé dès 2002 à automatiser certaines procédures lors de la mise en service d'une nouvelle génération de messages SWIFT. En outre, l'Eurosystème a également engagé des discussions avec les banques conservatrices participant au MBCC en vue de l'instauration d'un code de conduite destiné aux conservateurs effectuant des opérations dans le cadre du MBCC.

2 Les questions d'ordre général relatives à la surveillance des systèmes de paiement

En 2002, les activités de surveillance de l'Eurosystème ont eu pour objet de préserver la conformité des systèmes de paiement d'importance systémique aux normes de surveillance existantes et d'élaborer des normes de surveillance applicables aux systèmes de paiement. Au cours de l'année, l'Eurosystème a entrepris d'évaluer tous les systèmes de paiement d'importance systémique de la zone euro au regard des *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*². Cet exercice comporte une évaluation de chacune des composantes nationales de *Target*. L'évaluation de l'ensemble du système *Target* a été effectuée par le FMI en 2001. La BCE présentera un bilan de cet exercice courant 2003.

En janvier 2003, le Conseil des gouverneurs a décidé que les responsabilités en matière de

surveillance et celles d'ordre opérationnel concernant *Target* devaient être séparées au sein de chaque BCN et de la BCE, au moins au niveau des experts.

Le 8 juillet 2002, un projet intitulé *Normes de surveillance des systèmes de paiement de masse en euros* a été publié aux fins de consultation publique. Ce document examine les implications, pour les systèmes de paiement de masse, des *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*. Alors que les systèmes de paiement présentant une importance systémique sont tenus de respecter la totalité des dix Principes fondamentaux, le document soumis à

¹ Trente minutes pour la banque centrale d'origine et trente minutes pour la banque centrale correspondante

² Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique, Banque des règlements internationaux, Bâle, janvier 2001

consultation estime que six de ces Principes sont si fondamentaux qu'ils devraient également s'appliquer à certains systèmes importants de paiement de masse. Les réponses fournies dans le cadre de la consultation ont été généralement positives. L'approche retenue a généralement reçu un accueil largement favorable. Les commentateurs ont apprécié la transparence des intentions de l'Eurosysteme concernant la surveillance des systèmes de paiement de masse. Toutefois, ils ont également fait remarquer que l'application des Principes fondamentaux aux systèmes de paiement de masse dans les pays de l'UE devrait s'effectuer sur la base de critères harmonisés. Ces commentaires, qui ont été publiés sur le site Internet de la BCE, seront analysés afin de déterminer les incidences possibles sur l'orientation de la politique monétaire.

Le 19 mars 2002, le rapport intitulé *Electronic Money System Security Objectives* (EMSSO) a été publié aux fins de consultation publique

(objectifs relatifs à la sécurité des systèmes de monnaie électronique). Ces objectifs visent à garantir la fiabilité et la sécurité technique globales des systèmes de monnaie électronique, en vue de renforcer la confiance du public dans ces systèmes, d'assurer l'égalité de traitement à travers les différents dispositifs et de favoriser leur interopérabilité. L'approche générale retenue a été bien accueillie. Les commentaires reçus sont actuellement à l'étude. Une version amendée du rapport a été publiée en février 2003.

Par ailleurs, l'Eurosysteme, agissant de concert avec les BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro, s'emploie à identifier l'ampleur et les évolutions de l'activité de banque correspondante en euros, en vue d'obtenir des informations sur les évolutions de l'activité de paiement en euros considérée globalement, et non seulement dans les systèmes interbancaires déjà en place.

3 Les systèmes de paiement de montant élevé

3.1 Les évolutions des autres systèmes de paiement de montant élevé en euros

Les quatre systèmes de paiement de montant élevé à règlement net en euros, à savoir *Euro Clearing System* de l'Association bancaire pour l'euro (EURO I), *Paris Net Settlement* (PNS) en France, *Servicio de Pagos Interbancarios* (SPI) en Espagne et *Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä* (POPS) en Finlande, ont continué de fonctionner de manière satisfaisante en 2002.

En 2002, le plus important de ces systèmes, EURO I, a traité quelque 134 900 opérations par jour, d'une valeur quotidienne de 188 milliards d'euros en moyenne. Le deuxième système par ordre d'importance, PNS, a traité environ 29 700 opérations par jour, d'une valeur quotidienne de 78 milliards d'euros en moyenne. Les quatre systèmes ont traité ensemble approximativement les deux

tiers du volume et le sixième de la valeur des opérations traitées par le système *Target*.

En liaison avec ces évolutions récentes, le nombre des paiements de clientèle a de nouveau progressé dans l'ensemble des systèmes. Toutefois, comme il s'agit généralement de paiements de faible valeur, le montant moyen des paiements a diminué et la valeur globale des paiements traités a fléchi de l'ordre de 10%.

3.2 Le système CLS (Continuous Linked Settlement)

Le système CLS, mécanisme conçu pour le règlement des opérations de change³, a démarré ses activités le 9 septembre 2002.

³ Les devises actuellement admises dans le système sont le dollar américain, l'euro, le yen, la livre sterling, le franc suisse, le dollar canadien et le dollar australien.

CLS permet d'éliminer en grande partie le risque de règlement afférent aux opérations de change en procédant au règlement des opérations sur ses livres selon le mode paiement contre paiement⁴. La BCE exerce une double fonction à l'égard de CLS : elle participe à la surveillance du système et offre des services de règlement.

La surveillance du système CLS est effectuée conformément au cadre de coopération défini dans le rapport Lamfalussy⁵. Le Système fédéral de réserve est la principale autorité de tutelle du mécanisme. Avant le démarrage de CLS, les banques centrales émettrices de devises désormais traitées dans CLS ont évalué conjointement les risques liés à l'inclusion de leur devise dans le système. Au terme de cet exercice, la BCE a conclu que, de manière générale, les opérations de change impliquant l'euro seraient traitées en toute sécurité et en toute efficacité et que ce système ne ferait pas courir de risques excessifs au marché monétaire et aux systèmes de paiement en euros. La BCE a approuvé l'inclusion de l'euro dans le système CLS. Toutes les autres banques centrales concernées sont parvenues à des conclusions similaires pour leur propre devise et le Système fédéral de réserve a approuvé la mise en service opérationnel du système.

En vue de conforter juridiquement le caractère irrévocable des règlements dans CLS, la Banque d'Angleterre a soumis le système CLS (régi par le droit britannique) aux réglementations du Royaume-Uni mettant en œuvre la directive de l'UE relative au caractère définitif des règlements.

Lorsqu'elles effectuent le règlement de leurs opérations dans le système CLS, les banques alimentent leurs comptes CLS dans la devise concernée *via* le système RBTR de leur zone monétaire. Pour le règlement des positions en

euros, la BCE a ouvert un compte à CLS sur ses livres et tous les paiements vers et reçus de CLS sont traités *via* son Mécanisme de paiement (MPE) et, par conséquent, *via Target*. En raison de l'échéancier très strict des paiements CLS, l'Eurosystème a renforcé ses dispositifs de secours pour diminuer le risque lié à d'éventuels incidents sur le plan opérationnel. Le renforcement des dispositifs de secours a été testé avec succès en situation réelle à plusieurs reprises en 2001 et 2002, en coopération avec la communauté bancaire.

En décembre 2002, le montant quotidien des opérations de change réglées dans CLS a atteint 268 milliards de dollars, ce qui représenterait un peu plus de 22 % du total des opérations effectuées quotidiennement sur le marché des changes. Après le dollar des États-Unis, dont la part s'élève à 47 %, l'euro est la devise de règlement la plus utilisée dans CLS avec 26 % du montant total. L'incidence sur la liquidité des marchés en euros est demeurée limitée, le montant quotidien des positions débitrices (*pay-ins*) s'étant établi seulement à 5,2 milliards d'euros en moyenne et le montant moyen de la liquidité retenue sur le compte de CLS dans l'EPM au cours de la matinée (7h00 à 12h00) n'étant que de l'ordre de 800 millions d'euros. Depuis le démarrage de ses activités, CLS a fait preuve d'une stabilité satisfaisante sur le plan opérationnel. Le système prévoit de traiter également, à partir de l'été 2003, les couronnes suédoise, norvégienne et danoise ainsi que le dollar de Singapour et, plus tard dans l'année, les dollars de Nouvelle-Zélande et de Hong-Kong.

⁴ Pour plus d'informations, se reporter à l'article intitulé Le système CLS : objectifs, concept et implications, du Bulletin mensuel de la BCE de janvier 2003

⁵ Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaire des banques centrales des pays du Groupe des Dix, BRI, novembre 1990

4 Les services de paiement de masse

Depuis l'introduction des billets et pièces en euros et le basculement à l'euro des infrastructures de paiement le 1^{er} janvier 2002, l'attention et la demande du public se sont recentrées sur la poursuite du développement de la zone unique de paiement en euros. L'objectif de l'Eurosystème consiste à faire de la zone euro une zone de paiement de masse hautement compétitive, dotant ses citoyens d'instruments et de moyens de paiement efficaces et sûrs. En conséquence, l'Eurosystème a continué d'orienter sa stratégie relative aux paiements de masse vers la réalisation de cet objectif. L'Eurosystème peut choisir d'agir en qualité de catalyseur des réformes, de faire usage de sa compétence dans le domaine de la surveillance et de s'impliquer sur le plan opérationnel. L'Eurosystème a poursuivi ses objectifs dans un esprit de coopération étroite et de dialogue avec la Commission européenne et le secteur bancaire européen.

À fin 2001, le Parlement européen et le Conseil ont adopté le Règlement (CE) n° 2560/2001 relatif aux paiements transfrontière en euros. Conformément à ce règlement, les banques sont tenues de ne pas facturer les paiements transfrontière inférieurs ou égaux à 12 500 euros (50 000 euros à compter du 1^{er} janvier 2006) plus que les paiements domestiques de même montant. Ce règlement s'applique depuis juillet 2002 aux paiements par carte et aux retraits effectués dans les DAB. Il entrera en vigueur pour les virements transfrontière le 1^{er} juillet 2003.

En tant que catalyseur des réformes, l'Eurosystème s'attache à permettre au secteur bancaire de réagir plus facilement au nouvel environnement créé par ce règlement. Il entend favoriser la coopération entre les banques dans la mise en place d'une structure de gouvernance, de normes et de bonnes pratiques professionnelles et d'une infrastructure permettant aux banques d'effectuer les paiements de masse de manière efficace et sécurisée au sein de la

zone euro. Avant l'adoption de ce règlement, la BCE a publié, en novembre 2001, un rapport destiné au Conseil Ecofin, intitulé *Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro* et proposant une « trajectoire » à suivre pour rendre les virements transfrontière aussi efficaces que les virements domestiques. La BCE a invité les intervenants de marché à prendre l'initiative en décidant d'une structure de gouvernance ayant valeur contraignante pour les banques, et d'envisager une infrastructure possible (un système de chambre de compensation automatisée paneuropéenne ou un système de chambre de compensation multilatéral) qui renforcerait l'efficacité du traitement des virements transfrontière.

En 2002, le secteur bancaire de l'UE a réalisé des avancées dans cette voie. L'*European Payments Council* (EPC) a été créé ; il a lancé un vaste projet relatif à la zone unique de paiement en euros (*single euro payment area*) destiné à permettre aux citoyens d'effectuer tout paiement au sein de cette zone de manière aussi simple et aussi peu onéreuse que dans leur pays d'origine. L'Eurosystème a vigoureusement appuyé ce projet et la BCE a un statut d'observateur dans différents groupes de travail de l'EPC. À cet égard, il convient également de noter que l'Association bancaire pour l'euro (ABE) met en place une chambre de compensation automatisée pour les virements interbancaires en euros appelée STEP 2, dont les activités devraient démarrer mi-2003. STEP 2 deviendra ainsi très probablement le premier prestataire de services d'un système de chambre de compensation paneuropéen répondant aux critères définis par l'EPC. La BCE examinera régulièrement l'état d'avancement des initiatives prises en vue d'instaurer une zone unique de paiement en euros et informera le public de ses conclusions.

La BCE a également fait part de ses commentaires dans le cadre de la consultation publique de la Commission européenne sur la définition d'un nouveau cadre juridique pour

les paiements de masse dans l'UE (*A possible legal framework for the Single Payment Area in the Internal Market (Markt/208/2001 – Rev. 1)*). L'Eurosystème entend suivre de manière continue les progrès réalisés par le secteur bancaire et affiner sa stratégie en conséquence.

Le recours croissant aux nouvelles technologies dans le domaine des communications et la nécessité de disposer de mécanismes de paiement spécifiques en matière de commerce électronique ont entraîné de nombreuses évolutions dans le domaine des paiements électroniques. La BCE a organisé, le 19 novembre 2002, une conférence sur le thème *Les paiements*

électroniques en Europe. À cette occasion, les praticiens et théoriciens ont présenté leurs vues sur les évolutions actuelles relatives aux paiements électroniques. En outre, le document d'étude intitulé *Paiements électroniques en Europe – la perspective de l'Eurosystème* (BCE, septembre 2002) a été publié aux fins de commentaires du public et de débat au sein de la conférence.

Dans ce contexte, la BCE a également décidé, en accord avec la Commission européenne, de reprendre en charge le *e-Payments Systems Observatory* (ePSO), projet de la Commission européenne parvenu, en tant que tel, à son terme.

5 Les systèmes de compensation et de règlement de titres

Le SEBC a un intérêt général au bon fonctionnement des systèmes de compensation et de règlement de titres. De fait, le dysfonctionnement de ces systèmes serait susceptible de nuire à une mise en œuvre harmonieuse de la politique monétaire et au fonctionnement satisfaisant des systèmes de paiement. Les perturbations des systèmes de règlement de titres peuvent se répercuter de manière automatique aux systèmes de paiement en raison de l'existence de mécanismes de livraison contre paiement pour le transfert de titres et les paiements en espèces. De la même manière, l'incapacité des contreparties centrales à procéder à la compensation peut empêcher le règlement des opérations sur titres.

L'Eurosystème exerce deux fonctions. Premièrement, le Conseil des gouverneurs examine la conformité des systèmes de règlement de titres aux normes spécifiques en la matière. Ces normes ont été définies en 1998 en vue d'éviter que l'Eurosystème n'encoure des risques dans le cadre de ses opérations de crédit. Deuxièmement, l'Eurosystème suit le processus d'intégration et de consolidation en cours dans le domaine de la compensation et du règlement de titres.

En outre, le SEBC coopère avec les autres autorités responsables de la régulation et de la surveillance des systèmes de compensation et de règlement de titres au niveau européen.

En 2002, la BCE a également fait part de ses commentaires dans le cadre de la consultation publique de la Commission européenne sur la Communication publiée dans le domaine de la compensation et du règlement.

5.1 L'évaluation des systèmes de règlement de titres

Le 29 août 2002, le Conseil des gouverneurs a procédé à la mise à jour de l'évaluation des systèmes de règlement de titres éligibles pour le règlement des garanties utilisées dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème.

L'Eurosystème a reconnu que les systèmes de règlement de titres ont poursuivi leurs efforts en vue de renforcer leur conformité aux normes. À cet égard, SCLV/AIAF (Espagne), SCL Barcelone (Espagne), BOGS (Grèce) et Crest (Royaume-Uni) ont mis en place des mécanismes de règlement-livraison en temps réel en monnaie de banque centrale.

En outre, il a été noté que les exigences de l'Eurosystème varient en fonction du mécanisme utilisé par les BCN pour le règlement de titres dans le cadre des opérations de crédit, système de mise en réserve commune des actifs mobilisables ou système d'affectation des garanties. En principe, les normes imposent une utilisation des mécanismes de règlement-livraison afin d'éviter tout risque en principal. Toutefois, dans les pays utilisant des systèmes de mise en réserve commune, les titres sont généralement remis en nantissement à la banque centrale sur une base *franco* de paiement. Il a été considéré que ces banques centrales n'encourent aucun risque en principal, étant donné que ces titres sont nantis avant l'octroi d'un crédit et qu'ils ne sont débloqués qu'après remboursement de ce dernier. Néanmoins, la majorité des systèmes de règlement de titres de ces pays disposent de mécanismes de règlement-livraison pour les opérations de marché.

Par ailleurs, cette évaluation a plus particulièrement porté sur les mesures visant à garantir la continuité des activités. Elle a confirmé que les systèmes de règlement de titres éligibles disposaient de procédures appropriées permettant la reprise des opérations en cas de sinistre. Les systèmes de règlement de titres ont augmenté la fréquence des tests de leurs dispositifs de secours.

5.2 La consolidation de l'infrastructure européenne dans le domaine des titres

L'Eurosystème est particulièrement soucieux de l'intégration de l'infrastructure en matière de titres au niveau européen. Le processus de consolidation des systèmes de règlement de titres européens a encore progressé en 2002, à la suite de la consolidation domestique intervenue en Italie et en Espagne et de l'acquisition, par l'entité propriétaire du système allemand de règlement de titres, du système luxembourgeois de règlement de titres pour constituer le groupe Clearstream. Le 19 septembre 2002, la fusion

intervenue entre Euroclear, opérant en France, aux Pays-Bas et en Belgique, et Crest (Royaume-Uni) est devenue effective. Le groupe Euroclear devrait adopter une plate-forme de règlement unique commune en 2005.

5.3 La coopération avec le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR)

À la suite de la décision, en 2001, du Conseil des gouverneurs et de l'organe directeur du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (*Committee of European Securities Regulators*, CESR), des représentants du SEBC et du CESR ainsi qu'un observateur de la Commission européenne ont poursuivi leurs travaux dans le domaine des systèmes de règlement de titres et de contrepartie centrale au sein d'un groupe de travail. Les travaux conjoints dans ce domaine ont pour objet d'élaborer des normes européennes concernant les activités d'échange et de règlement sur la base des recommandations relatives aux systèmes de règlement de titres (BRI, Bâle, novembre 2001).

À cet égard, le 15 mars 2002, les organes de décision de la BCE et du CESR ont lancé une consultation publique portant sur la nature, la portée et les objectifs des normes, les destinataires éventuels, les conditions d'accès aux systèmes, les risques et faiblesses, les cycles de règlement et les questions relatives à la structure des marchés. De manière générale, les parties consultées ont réservé un accueil favorable à l'initiative visant à instaurer des normes communes au niveau européen, et souligné la nécessité d'une coordination en vue de garantir la mise en œuvre uniforme des nouvelles normes. Le Groupe de travail a poursuivi l'examen des normes proposées et une nouvelle consultation publique est prévue pour 2003.

6 Les autres activités

En juillet 2002, la BCE a publié un rapport intitulé *Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2000 figures* (Systèmes de paiement et de règlement de titres de l'Union européenne – additif intégrant les données de l'exercice 2000), connu également sous le nom de « Livre Bleu ». Il constitue une mise à jour du document publié en 2001.

En août 2002 est parue la deuxième édition de la publication intitulée *Payment and securities settlement systems in accession*

countries (Systèmes de paiement et de règlement de titres dans les pays candidats à l'adhésion à l'UE) également appelé « Livre Bleu relatif aux pays candidats ». Elle décrit la situation qui prévalait en 2001 dans chacun des douze pays et intègre également des statistiques pour les années 1997 à 2001.

En outre, un séminaire de trois jours destiné aux banquiers centraux et intitulé « Systèmes de paiement et de règlement de titres » s'est tenu à la BCE en août 2002.

Réunion du Conseil des gouverneurs dans les locaux de l'Eurotower, le 26 septembre 2002



Chapitre IX

La stabilité financière et la surveillance prudentielle

I Les structures, les performances et les risques dans le secteur bancaire

Le suivi des évolutions dans le secteur bancaire dans une perspective Union européenne/zone euro a encore été amélioré en 2002. Une partie significative de cette activité a été assurée sous les auspices du Comité de surveillance bancaire du SEBC (CSB) et s'est articulée autour de deux grands axes. Le premier consiste en une analyse annuelle des évolutions structurelles dans le secteur bancaire ; les résultats de cette analyse, qui porte sur les évolutions structurelles significatives pour les banques centrales et les autorités de contrôle et qui s'appuie sur une série d'indicateurs structurels statistiques récemment construite, ont été publiés pour la première fois en 2002¹. Dans ce contexte, le CSB a également continué à analyser un certain nombre de questions sur une base *ad hoc*, notamment l'évolution du profil et de la gestion de la liquidité des banques dans le nouvel environnement qui a suivi l'introduction de l'euro². Le deuxième se rapporte à l'analyse macroprudentielle régulière de la stabilité du secteur bancaire : les facteurs de cette stabilité et les risques qui pèsent sur elle sont suivis de façon systématique et un diagnostic méthodique est soumis deux fois par an aux instances de décision de la BCE. Les travaux sur les méthodes relatives à l'évaluation de l'exposition des banques aux risques de crédit vis-à-vis des différents secteurs industriels et à la conduite d'analyses de simulation de crises se sont poursuivis ainsi que ceux visant à améliorer la qualité et l'étendue des informations disponibles au niveau de l'UE. Parmi les thèmes abordés, il convient de mentionner celui de l'exposition des banques aux risques de contagion transfrontière. Outre ceux effectués par le CSB, des travaux internes ont été menés au sein de l'Eurosystème pour renforcer l'analyse des questions de stabilité financière dans une perspective globale.

Les évolutions structurelles

Deux évolutions majeures observées dans le secteur bancaire de l'UE en 2002 méritent une attention particulière : d'une part, les efforts de réorganisation des banques face aux pressions accrues sur leurs marges et, d'autre part, l'augmentation rapide de l'utilisation des instruments de transfert du risque de crédit (dérivés de crédit et produits de titrisation).

En raison tant des pertes de revenus liées à l'évolution défavorable de l'environnement économique et financier en 2001 et 2002 que du renforcement de la concurrence, les banques de l'UE ont été soumises à des pressions accrues pour réduire leurs coûts. De nombreuses banques ont été confrontées à un recul significatif, amorcé en 2001 et accentué en 2002, dans certains secteurs d'activité développés à la fin des années quatre-vingt-dix (tels que l'activité de banque privée, de banque d'affaires et de gestion d'actifs). Plusieurs banques de l'UE se sont donc lancées dans des programmes de restructuration majeurs visant à réduire les coûts (y compris notamment les coûts de personnel), à rationaliser l'organisation et à se recentrer sur les activités clés. En dépit d'efforts de rationalisation accrus, les marges des banques de l'UE se sont dégradées en 2001. Toutefois, les banques dont les actifs sont supérieurs à 100 milliards d'euros ont été en mesure d'améliorer leurs marges au premier semestre 2002. Ces efforts devraient commencer à apporter des améliorations plus tangibles en termes d'efficience à moyen terme. L'utilisation des produits de transfert du risque de crédit et, en particulier, des dérivés de crédit s'est intensifiée en 2002. Les dérivés de crédit constituent le compartiment le plus récent et celui qui enregistre la croissance la plus rapide dans le

¹ Cf. Structural analysis of the EU banking sector, BCE, novembre 2002

² Cf. Developments in banks' liquidity profile and management, BCE, mai 2002

secteur des produits dérivés. En dépit de l'augmentation des défaillances, leur croissance devrait se maintenir à un rythme très rapide. Selon une étude récente réalisée par l'Association internationale de swaps et de dérivés (*International Swaps and Derivatives Association – ISDA*), l'encours notionnel global des transactions sur dérivés de crédit aurait atteint 900 milliards d'euros à fin 2001, les banques de l'UE en représentant 35 % environ.

Le développement du marché de transfert du risque de crédit pourrait permettre une allocation plus efficiente des risques entre les banques et les autres institutions financières (en particulier les compagnies d'assurance). Les institutions financières seront également en mesure d'affiner leur évaluation et leur gestion du risque de crédit. Toutefois, les préoccupations en matière de stabilité financière résultant de la moindre transparence pour les marchés et les autorités de contrôle de la répartition du risque de crédit entre les institutions financières pourraient s'accroître. La vente de mécanismes de protection est, dans une large mesure, concentrée sur un petit nombre de banques et de compagnies d'assurance. Ces instruments sont également susceptibles d'accroître les risques de contagion des compagnies d'assurance vers les banques, et d'exposer ces dernières à des risques juridiques et opérationnels importants. Le montant exact du risque transféré dépendra, dans une large mesure, des clauses contractuelles spécifiques.

Le volume des transactions sur risque de crédit a augmenté parallèlement aux progrès réalisés en matière de systèmes d'évaluation internes du risque de crédit en prévision du Nouvel accord de Bâle (cf. la section finale de ce chapitre). Cette évolution a permis aux banques de mieux calibrer la tarification du crédit avec le risque sous-jacent et d'améliorer l'allocation interne du capital. Les banques ont également réalisé des progrès en matière d'évaluation et de contrôle des risques opérationnels, en partie tout au moins pour répondre à l'intégration de ces

risques dans le Nouvel accord de Bâle. Enfin l'intégration, l'approfondissement et l'accroissement de la liquidité du marché monétaire en euros, l'introduction de nouvelles technologies en matière de paiement et les innovations financières ont renforcé la capacité des banques à gérer les risques de liquidité. Néanmoins, les risques d'assèchement de la liquidité en cas de turbulences sur les marchés se sont accrus dans la mesure où les banques sont davantage tributaires des marchés de titres. Le secteur bancaire a commencé à élaborer des méthodes quantitatives plus sophistiquées pour gérer le risque de liquidité (à savoir des modèles de *liquidity-at-risk*) mais ce domaine se trouve encore à un stade relativement peu développé.

Certaines tendances mises en lumière dans le *Rapport annuel 2001* se sont prolongées. Les banques ont continué de s'étendre en Europe centrale et orientale, région qui offre encore des perspectives de croissance importantes. L'expansion transfrontière s'est poursuivie au sein de l'UE, par le jeu des fusions et acquisitions et de l'établissement de succursales et de filiales mais son rythme s'est ralenti de façon significative fin 2001 et en 2002. Face à des conditions plus difficiles sur les marchés, les banques ont adopté une approche plus prudente vis-à-vis des risques liés aux fusions et acquisitions, comme le montre la réduction sensible des grandes opérations de fusions bancaires nationales et transfrontière. Dans les banques de taille plus petite poursuivant des objectifs de réduction des coûts, le rythme de consolidation au niveau national est resté élevé.

Depuis l'introduction de l'euro, l'intégration au sein du secteur bancaire n'a pas progressé au même rythme selon la nature des activités³. En ce qui concerne les activités liées aux marchés financier et interbancaire, les marchés nationaux autrefois compartimentés (activité de prise ferme de titres libellés dans des devises différentes) se

3 Pour des informations plus détaillées, cf. *Banking integration in the euro area*, BCE décembre 2002

sont largement transformés en un marché intégré au niveau de la zone euro. La forte concurrence favorisée par l'entrée d'institutions financières internationales a réduit de façon significative le rôle prépondérant des intermédiaires nationaux et réduit les commissions de prise ferme. L'infrastructure encore fragmentée de la compensation et du règlement transfrontière des opérations sur titres représente un obstacle majeur aux échanges transfrontière de ces derniers et à la fourniture de services liés à la gestion d'actifs. Le processus d'intégration a été nettement plus lent dans le secteur de la banque de détail en raison du caractère domestique généralement marqué de ces activités. Toutefois, les liens entre marchés nationaux se multiplient. En particulier, l'importance des participations étrangères au sein des systèmes bancaires nationaux est déjà significative (et dépasse 20 % du capital des banques dans l'ensemble de l'UE).

Les performances et les risques

La rentabilité des banques de l'UE s'est réduite en 2001 et au premier semestre 2002, en raison essentiellement d'une augmentation des provisions pour pertes sur prêts et de la baisse des revenus hors intérêts sous l'effet de l'affaiblissement de la situation économique et des marchés financiers. La rentabilité financière agrégée des banques de l'UE après déduction des impôts et charges exceptionnelles a reculé à 10,1 % en 2001, après 12,4 % en 2000, même si ce niveau demeure conforme aux niveaux moyens observés durant la période 1995–1999⁴. La dispersion de cette rentabilité a été plus marquée encore : le nombre et la part des actifs des banques enregistrant une rentabilité financière inférieure à 5 % ont augmenté considérablement, tandis que les banques dont la rentabilité est très élevée (plus de 20 %) voyaient leur importance diminuer sensiblement. Le recul de la rentabilité des principaux groupes bancaires s'est accéléré en 2002.

Les provisions pour pertes sur prêts ont très fortement augmenté au premier semestre 2002 dans les grands groupes bancaires pour lesquels des données trimestrielles sont disponibles (cette tendance s'est poursuivie au troisième trimestre), dans la mesure où le rythme auquel se sont accumulées les créances douteuses a commencé à s'accélérer. Dans les groupes dont les actifs dépassent 100 milliards d'euros, le ratio provisions pour pertes/bénéfices (avant provisions) s'est accru de 25 % au premier semestre 2002. Cela s'explique par une accélération du rythme des faillites d'entreprises dans un certain nombre de pays de l'UE et par la dégradation de la qualité de certains engagements internationaux. Les résultats de nombreuses grandes banques ont été affectés en particulier par la baisse des revenus liés à l'activité de banque d'affaires, qui a pâti de l'assèchement des marchés primaire et secondaire et de la raréfaction des opérations de restructuration des entreprises. Les turbulences sur les marchés financiers ont incité les entreprises à réduire leur financement par actions et obligations ainsi que les opérations de fusions et acquisitions. Les revenus découlant de l'activité de banque d'affaires constituaient une part importante des bénéfices des grandes banques à la fin des années quatre-vingt-dix et en 2000. La turbulence des marchés a également réduit l'attrait pour les placements en actions et en OPCVM, réduisant ainsi les revenus des banques provenant de la gestion d'actifs et des activités de marché.

Globalement, ces perturbations ont davantage affecté les banques en termes de détérioration de leur résultat qu'en termes d'exposition aux risques de crédit et de marché, dans la mesure où la détention directe d'actions par les banques est généralement faible (en moyenne 4 % environ du total des bilans consolidés des banques de

⁴ Les données auxquelles il est fait référence dans cette section sont collectées par le Comité de surveillance bancaire. Elles couvrent approximativement 99 % du secteur des établissements de crédit de l'UE en termes de total des actifs pour l'exercice 2001.

l'UE). Pour de nombreuses grandes banques, le processus récent de diversification n'a pas engendré les avantages souhaités, plusieurs secteurs d'activité bancaires (l'international notamment) ayant été affectés en même temps. Les performances des banques qui se sont concentrées sur les activités de détail et qui disposent d'une enseigne forte sur les marchés nationaux ont été comparativement meilleures dans le contexte de 2001 et 2002.

Étant donné que les niveaux de fonds propres ne sont pour l'essentiel pas encore affectés et que les techniques de gestion des risques se sont améliorées, les banques ont été en mesure de résister aux chocs sur leur environnement opérationnel. Le ratio agrégé total des fonds propres des banques de l'UE se maintient à 12,0 % environ, bien au-dessus des normes minimales réglementaires. Toutefois, dans certains domaines où le retournement conjoncturel et le repli des marchés financiers ont pesé davantage sur une rentabilité structurelle déjà faible, le

secteur bancaire a été contraint de procéder à certains ajustements de grande ampleur. La résistance du secteur bancaire a été facilitée par l'absence de déséquilibres substantiels dans le secteur des ménages et des entreprises au sein de l'UE. Toutefois, l'incertitude prévalant sur les marchés boursiers n'a pas permis de réduire les niveaux élevés d'endettement dans certains secteurs des entreprises, notamment dans le secteur des TMT (télécommunications-médias-technologie).

En résumé, le secteur bancaire de l'UE a fait preuve d'une solidité remarquable face aux évolutions défavorables enregistrées en 2001 et 2002 et dispose encore d'un potentiel de résistance face à de nouveaux chocs. Toutefois, une vigilance particulière s'impose aux banques et aux autorités de tutelle afin de veiller à ce qu'un volume de fonds propres adéquat soit maintenu dans un contexte de recul de la rentabilité et de préoccupations quant à la qualité des actifs.

2 Les dispositifs de stabilité financière et de surveillance

Les débats sur l'adéquation des dispositifs institutionnels de l'UE pour la stabilité financière se sont poursuivis au cours de 2002, notamment dans le cadre des travaux menés au sein du Comité économique et financier (cf. chapitre V). Les responsabilités en matière de surveillance restent exercées au niveau national, conformément au principe de subsidiarité. Toutefois, les travaux du Comité économique et financier⁵ (CEF) ont fait apparaître clairement que la coopération devait être considérablement renforcée afin de faire face à l'intégration croissante des marchés financiers. L'attention du CEF s'est également portée sur les stratégies nécessaires pour favoriser les progrès en matière d'intégration des marchés financiers dans l'UE. Le *Report on financial integration* (Rapport sur l'intégration financière), approuvé en avril 2002, a mis en lumière les avantages potentiels d'une intégration totale des marchés financiers pour les économies de l'UE et a recensé un certain nombre de

mesures devant être prises dans les domaines de la réglementation et de la surveillance afin d'atteindre cet objectif. Le rapport a recommandé en particulier des mesures visant à éliminer les distorsions et les obstacles découlant d'une mise en pratique ou de règles d'application incohérentes des réglementations financières au sein de l'UE. Ces conclusions sont conformes aux résultats d'un rapport élaboré par les professionnels des services financiers européens au sein de l'*European Financial Services Roundtable*⁶ qui a également appelé à un renforcement de l'harmonisation des règles de protection des investisseurs, de la cohérence des règlements nationaux et de la convergence des pratiques de surveillance.

⁵ Il s'agit des conclusions du Comité économique et financier, *Report on Financial Stability*, publiées en avril 2000 et complétées l'année suivante par un volet consacré à la gestion des crises financières.

⁶ F. Heinemann et M. Jopp, *The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services*, Report to the European Financial Services Roundtable, *Europe Union Verlag*, 2002

Les rapports du Comité économique et financier ont donné lieu à un examen approfondi des dispositifs de l'UE en matière de réglementation, de surveillance et de stabilité financières afin de renforcer l'efficacité des structures de coopération, qui a reçu l'approbation du Conseil Ecofin en décembre 2002. Le Conseil Ecofin avait en effet chargé le Comité économique et financier de procéder à une telle analyse. Le rapport du CEF sur les dispositifs de l'UE en matière de réglementation, surveillance et stabilité financières (*EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability*) a fait une proposition globale de refonte des structures de coopération. En particulier, le rapport a recommandé l'extension à tous les secteurs financiers de l'« approche Lamfalussy », déjà mise en place dans le domaine des valeurs mobilières. Cela impliquerait l'adoption d'un processus réglementaire plus flexible, le traitement des mesures techniques liées à cette mise en œuvre étant assuré par des comités de réglementation composés de représentants des États membres, nommés par les ministres correspondants selon les modèles nationaux, assistés par des comités de surveillance. Ces derniers seraient également chargés de s'attacher à une mise en œuvre plus cohérente des directives communautaires dans les États membres et au renforcement de la convergence en matière de pratiques de surveillance. Les nouveaux dispositifs proposés s'articuleraient autour de lignes sectorielles, assortis de comités de surveillance et de contrôle pour le secteur bancaire, les titres et les OPCVM, les assurances et les fonds de pension. Un comité spécial de réglementation serait également créé pour les conglomérats financiers. Un groupe restructuré, renommé *Financial Services Committee* (précédemment Groupe de la politique des services financiers (*Financial Services Policy Group, FSPG*)) fournirait pour le Conseil Ecofin des avis et une vue d'ensemble sur les questions relatives aux marchés financiers. Le Comité économique et financier serait l'organe responsable de la préparation des discussions Ecofin sur la stabilité financière. À cette fin, il

serait assisté par le *Financial Services Committee*. Dans la nouvelle structure proposée, un rôle est également réservé au Comité de surveillance bancaire du SEBC. Tout d'abord, les analyses structurelles et macroprudentielles conduites au sein de ce Comité contribueront aux débats menés au niveau de l'UE sur les questions de stabilité financière. Deuxièmement, les travaux accomplis au sein du Comité de surveillance bancaire visant à renforcer le consensus entre banques centrales et contrôleurs bancaires dans plusieurs domaines d'intérêt commun peuvent également servir de point de repère aux nouvelles structures dans le domaine des échanges d'informations confidentielles.

Les principales questions qui sont ressorties du processus de consultation publique consécutif à l'approbation d'une version préliminaire du rapport du CEF par le Conseil Ecofin ont été, tout d'abord, l'importance d'un équilibre institutionnel dans le nouveau processus réglementaire et, deuxièmement, la nécessité de mettre en place des procédures de consultation plus formelles et transparentes avec les parties intéressées sur les projets de règlement. Dans une perspective de banque centrale, trois points sont d'une importance capitale. Le premier concerne la participation de toutes les banques centrales, même de celles qui n'exercent pas de responsabilités directes en matière de surveillance prudentielle, aux instances relatives à la coopération dans ce domaine. Cela est essentiel pour la promotion de la stabilité financière étant donné que les banques présentent un certain potentiel de risque systémique et que les tensions dans le secteur bancaire ont des implications immédiates sur les infrastructures de paiement et la gestion de la liquidité. Le deuxième point porte sur la participation d'experts techniques aux comités de réglementation afin d'éviter que tous les travaux techniques liés aux projets de règlement n'incombent aux comités de réglementation, ce qui les détournerait des tâches importantes qu'ils assurent dans le domaine des pratiques de surveillance. Le

troisième point porte sur la nécessité d'un ancrage technique aux travaux relatifs à la stabilité financière, reconnaissant ainsi les efforts en cours au sein du CSB et d'autres structures du SEBC en matière de suivi des vulnérabilités du système financier de l'UE.

Deux dispositifs multilatéraux importants ont été arrêtés début 2003, sous les auspices du CSB. Tout d'abord, un protocole d'accord sur la coopération entre banques centrales et autorités de surveillance dans les situations de crise pose les principes visant à améliorer les procédures actuelles de coopération et d'échange d'informations entre les deux autorités dans de telles situations. Deuxièmement, un protocole d'accord entre sept banques centrales de l'UE (Autriche, Belgique, France, Allemagne, Italie, Portugal et Espagne) gérant une centrale de risques, permettra l'ouverture des centrales sur une base transfrontière.

Afin de favoriser les efforts en cours au niveau de l'UE, la BCE a également mis en place une nouvelle Direction Stabilité et surveillance financières. En étroite coopération avec les autres domaines concernés de la BCE, la nouvelle direction cherchera à fournir une vue exhaustive des questions de stabilité financière importantes pour la zone euro et suivra attentivement les évolutions en matière de réglementation financière, de surveillance et de tous les domaines relevant des services financiers.

En ce qui concerne les dispositifs institutionnels de réglementation financière et de surveillance dans les États membres, il convient de noter les évolutions suivantes observées en 2002. En Autriche, l'autorité de surveillance du marché financier a démarré ses activités en avril en tant qu'autorité de tutelle responsable pour tous les secteurs financiers. L'engagement de la banque centrale a été renforcé. En effet, la banque centrale participe étroitement au processus de surveillance, notamment aux contrôles sur place pour les risques de crédit et de marché, et est également chargée de traiter toutes les déclarations des banques. En Belgique, les

relations institutionnelles entre la banque centrale, la Commission bancaire et financière et l'office de contrôle des assurances (OCA) ont été également renforcées en termes de structures de gouvernement d'entreprise ; des membres du Conseil de la banque centrale disposeront d'un siège au conseil de surveillance du secteur financier et un nouveau Comité de stabilité financière présidé par le gouverneur de la banque centrale sera chargé de la coordination de la surveillance du secteur financier. L'objectif de cette réforme est notamment d'exploiter les synergies dans les domaines d'intérêt commun, tels que la stabilité financière, par le biais de la mise en commun des ressources. En Allemagne, l'autorité de surveillance nouvellement établie (regroupant les secteurs bancaire, des titres et de l'assurance) a démarré ses activités en mai 2002, l'engagement de la Banque fédérale d'Allemagne dans la surveillance bancaire ayant été renforcé. En Finlande, le cadre opérationnel de l'autorité de surveillance financière est actuellement réexaminé afin d'améliorer sa fonctionnalité. En France, une proposition législative a été lancée afin de mettre en place un nouvel organe, l'Autorité des marchés financiers, responsable de la réglementation et de la surveillance des marchés de titres. Cette instance sera chargée à la fois des missions de la Commission des opérations de bourse et du Conseil des marchés financiers afin de rationaliser le dispositif institutionnel relatif à la réglementation et la surveillance des marchés de valeurs mobilières. En Irlande, le processus législatif s'est poursuivi afin de créer une instance chargée de la réglementation des services financiers (*Irish Financial Services Regulatory Authority*), rattachée à la banque centrale restructurée mais autonome *Central Bank and Financial Services Authority of Ireland* (Banque centrale et Autorité des services financiers d'Irlande). Cette nouvelle instance sera responsable de la réglementation et de la surveillance de tous les secteurs financiers, notamment des questions prudentielles et de celles liées aux consommateurs. Aux Pays-Bas, les travaux relatifs à la mise en place de la réforme

institutionnelle fondée sur une distinction fonctionnelle entre la surveillance prudentielle et les questions relatives à la conduite des activités se sont poursuivis. Tandis qu'une autorité séparée supervise la conduite des activités, la banque centrale et l'institution de surveillance des assurances et des fonds de pension sont responsables de la surveillance prudentielle. Une coopération plus étroite a été établie entre les deux organismes de surveillance prudentielle. Les

représentants des deux institutions siègent au comité de direction de l'autre institution et, en décembre 2002, l'intégration totale a été proposée aux ministres responsables. Globalement, les évolutions mentionnées ci-dessus ont conduit à une consolidation du nombre des autorités de tutelle et, dans la plupart des cas, au renforcement de l'engagement des banques centrales dans la surveillance prudentielle.

3 La réglementation bancaire et financière

Dans le domaine de la réglementation bancaire, la révision du dispositif en matière de fonds propres est demeurée la question centrale au niveau international et au niveau de l'UE en 2002. Au niveau international, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) a intensifié ses efforts pour continuer à développer et à affiner les principaux éléments des trois piliers du cadre proposé, à savoir les exigences minimales de fonds propres, le processus de surveillance prudentielle et la discipline de marché. En juillet 2002, le CBCB a conclu un accord sur un certain nombre de questions importantes relatives à la finalisation du Nouvel accord de Bâle. Cet accord prévoit notamment un traitement spécifique concernant les engagements des banques vis-à-vis des petites et moyennes entreprises, la réalisation, à titre préventif, de simulations de crises relatives au risque de crédit dans le cadre du pilier II par les banques adoptant l'approche fondée sur les notations internes, le resserrement de l'écart entre l'approche simple et l'approche avancée, une plus grande flexibilité pour le traitement des fonds propres concernant le risque opérationnel dans le cadre du pilier I et l'imposition transitoire d'un plancher de fonds propres unique, fondé sur le capital estimé dans le cadre de l'accord actuel. En outre, le CBCB a confirmé que le calendrier fixé pour la finalisation de l'accord allait être modifié, le troisième document consultatif final devant être publié au deuxième trimestre 2003 dans le cadre d'une consultation publique ; le Nouvel accord de Bâle sera finalisé au

quatrième trimestre 2003 et mis en place fin 2006. En octobre 2002, le CBCB a lancé la troisième et dernière étude d'impact quantitative afin de procéder à une évaluation approfondie de l'incidence des nouvelles règles de Bâle avant le lancement du troisième document consultatif. Les résultats de cette étude sont attendus au début de l'été 2003. Le Groupe de mise en œuvre de l'Accord, sous-groupe du CBCB chargé des questions de mise en œuvre, est devenu opérationnel en 2002.

Au niveau de l'UE, les travaux relatifs à la réforme des normes de fonds propres réglementaires pour les banques et les entreprises d'investissement ont été engagés par la Commission européenne parallèlement à ceux du CBCB. En novembre 2002, la Commission a engagé un dialogue préconsultatif sur cette question (le « Dialogue Structuré ») avec le secteur des services financiers et d'autres parties concernées. Une note de présentation et un document de travail décrivant la position actuelle de la Commission sur le nouveau cadre de fonds propres réglementaires de l'UE pour les banques et entreprises d'investissement ont été publiés pour servir de base à ce dialogue. La Commission a l'intention de publier un troisième document consultatif au début de l'été 2003, c'est-à-dire peu après le troisième document consultatif du CBCB, en vue d'une consultation formelle au niveau de l'UE. Il est prévu qu'ensuite, la Commission présente, au premier trimestre 2004, une proposition de Directive relative

aux fonds propres réglementaires pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement modifiant les dispositions existantes de l'UE. Le nouveau cadre réglementaire de l'UE doit entrer en vigueur en même temps que le Nouvel accord de Bâle, fin 2006.

En réponse à une requête formulée par le Conseil européen de Barcelone en mars 2002, la Commission européenne sera également chargée de réaliser une étude sur les conséquences probables du nouveau dispositif de fonds propres pour tous les secteurs de l'économie européenne, en particulier pour les PME. Cette étude doit être achevée d'ici l'automne 2003.

La BCE, qui continue de contribuer au processus de décision dans ce domaine, principalement par le biais de sa participation en qualité d'observateur dans les comités correspondants, soutient les grands axes de la réforme réglementaire en cours. La BCE a notamment réservé un accueil favorable à l'introduction de procédures de simulation de crise dans le cadre du pilier II pour les banques ayant adopté l'approche fondée sur les notations internes ; cette mesure, conjuguée avec le recours à la courbe de pondération plus plate pour les crédits aux entreprises adoptée par le CBCB en novembre 2001, devrait contribuer à une moindre fluctuation des exigences en capital sur la durée du cycle économique. Sous réserve d'une finalisation appropriée, le nouveau dispositif permettra de renforcer la stabilité financière. En ce qui concerne les questions spécifiques à l'UE, une importance considérable est attachée à la mise en œuvre d'un traitement approprié des risques des banques envers les PME et d'un traitement équitable des banques de taille moyenne et de petite taille et des entreprises d'investissement, dont les exigences en fonds propres devraient correspondre à leur profil de risque spécifique. En outre, la convergence des pratiques de surveillance est également considérée comme importante et deviendra une activité clé du comité de surveillance bancaire de niveau 3.

Dans le domaine de la réglementation financière, des progrès satisfaisants ont été réalisés grâce à l'adoption des mesures communautaires prévues dans le Plan d'action pour les services financiers (PASF). En particulier, les objectifs prioritaires définis par le Conseil européen de Barcelone, tels que la Directive sur les conglomerats financiers, la Directive sur les abus de position dominante et le Règlement sur les normes comptables internationales, ont pratiquement tous été atteints en 2002. Le processus législatif s'est accompagné d'une prise de conscience accrue des avantages potentiels liés à la poursuite de l'intégration des marchés financiers (cf. chapitre V). Dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières, les travaux progressent dans le cadre du dispositif Lamfalussy proposé par le Comité des sages sur la réglementation des marchés européens de valeurs mobilières. La Directive sur les abus de marché a été la première à établir la distinction entre les principes (Législation de niveau 1) et la mise en œuvre des détails techniques (Réglementations de niveau 2) et à accorder au Comité européen des valeurs mobilières une fonction de comitologie pour l'adoption des réglementations de niveau 2. En outre, les propositions de la Commission relatives aux Directives sur les prospectus et, en particulier à la révision de la Directive sur les services d'investissement dépendent largement de la faisabilité des procédures réglementaires de type Lamfalussy. Le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, créé récemment, a également engagé, à la demande de la Commission, des travaux techniques relatifs aux mesures nécessaires à la mise en œuvre des Directives sur les abus de marché et les prospectus. La BCE participe, en tant qu'observateur, au Groupe de la politique des services financiers (*Financial Services Policy Group*, FSPG), qui suit les progrès réalisés en matière de mise en œuvre du Plan d'Action pour les services financiers. En outre, conformément à ses missions statutaires, la BCE est consultée sur les projets de proposition de directives dans le domaine de

la réglementation financière, comme dans le cas de celles mentionnées plus haut.

La lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme est demeurée une question prioritaire en 2002. Trois grandes évolutions ont été observées dans ce domaine. Tout d'abord, de nombreux pays ont participé activement au processus de mise en place des huit Recommandations spéciales contre le financement du terrorisme présentées par le Groupe d'action financière (GAFI). Dans ce contexte, le GAFI a déployé des efforts considérables pour présenter une interprétation détaillée de ces normes. Deuxièmement, le GAFI a entrepris une révision de ses quarante Recommandations contre le blanchiment de capitaux. Cette révision porte notamment sur l'identification des clients et les règles de vigilance, les déclarations d'opérations suspectes, la réglementation et le contrôle, les structures sociétaires et les activités et professions non financières. Troisièmement, le FMI, la Banque mondiale et le GAFI ont élaboré une méthodologie commune afin d'évaluer si les pays respectent les quarante Recommandations du GAFI. Les normes du GAFI s'ajouteront aux codes et standards guidant les activités de surveillance du FMI et de la Banque mondiale, dans lesquels s'inscrivent la préparation de Rapports sur le respect des codes et standards et la réalisation de programmes d'évaluation du secteur financier (*Financial Sector Assessment Programmes – FSAP*). La BCE participe au GAFI en tant qu'observateur.

Dans le domaine comptable, l'*International Accounting Standards Board* (IASB) (Conseil des normes comptables internationales) a entrepris la modernisation et l'amélioration des normes comptables internationales existantes (*International Accounting Standards, IAS*) ainsi que des projets majeurs visant à la convergence avec les principes comptables américains généralement reconnus. Dans ce contexte, ce Conseil a émis des propositions relatives à l'IAS 32 sur la diffusion et la présentation des instruments financiers et à l'IAS 39 sur la comptabilisation et la mesure

des instruments financiers. Il est envisagé d'étendre éventuellement l'utilisation de la comptabilisation en juste valeur (*fair value accounting*) dans le cadre de l'IAS 39. La BCE a émis un Avis relatif à l'application de la comptabilisation en juste valeur dans le secteur bancaire en novembre 2001⁷. En ce qui concerne les évolutions dans l'UE, le Règlement n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 prévoit que les sociétés cotées devront adopter les « normes comptables internationales⁸ » à compter de 2005 lorsqu'elles établiront leurs comptes consolidés. L'objectif du Règlement est de parvenir à harmoniser les informations financières afin d'assurer un degré élevé de transparence et de comparabilité des comptes financiers. Un nouveau Comité de réglementation comptable (*Accounting Regulatory Committee, ARC*) a été créé pour assister la Commission dans l'adoption des normes applicables dans le cadre de ce Règlement. La BCE a été invitée à assister aux réunions de l'ARC en qualité d'observateur.

S'agissant des questions relatives au gouvernement d'entreprise, après le rapport du *Group of Company Law Experts* relatif à un cadre réglementaire moderne en matière de gouvernement d'entreprise en Europe, la Commission a entamé des travaux portant sur un plan d'action relatif à la mise en place des recommandations du Groupe. La BCE contribuera au développement de ce plan en participant aux travaux des instances de l'UE qui l'étudient.

7 Cf. Fair value accounting in the banking sector: ECB comments on the « Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items », BCE, publié par le Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters, (*Groupe de travail conjoint des instances de normalisation pour les instruments financiers*), 8 novembre 2001

8 Conformément à l'article 2 du Règlement, les « normes comptables internationales » désignent les IAS (International Accounting Standards), les IFRS (International Financial Reporting Standards) et les interprétations qui y sont liées (interprétations SIC-IFRIC), les amendements ultérieurs à ces normes et interprétations, les normes futures et interprétations s'y rattachant émises ou adoptées par le IASB (International Accounting Standards Board).



Le stand de l'Eurosystème au salon des services financiers Sibos 2002, qui s'est déroulé à Genève du 30 septembre au 4 octobre



Chapitre X

Le cadre statistique

I Introduction

En 2002, la fourniture des statistiques s'est déroulée normalement, donnant lieu à de nouvelles améliorations en termes de qualité et de disponibilité. D'autres perfectionnements importants sont prévus, avec l'introduction de nouvelles dispositions relatives au bilan consolidé du secteur des IFM et aux statistiques de taux d'intérêt des IFM, à l'orientation sur les comptes financiers trimestriels ainsi que d'autres actes juridiques actuellement en préparation. Tous ces travaux ont été effectués en étroite coopération avec les banques centrales nationales, qui collectent les données auprès des agents déclarants et les transmettent à la BCE qui élabore alors les agrégats de la zone euro.

Des efforts ont été faits en vue de renforcer la coopération, afin d'améliorer la disponibilité et les délais de mise à disposition de statistiques mensuelles et trimestrielles homogènes et cohérentes au niveau international. Des progrès ont également été réalisés dans le développement d'un cadre statistique exhaustif pour les comptes financiers et non financiers trimestriels, visant à améliorer la cohérence entre les différentes statistiques. En 2002, la BCE a tenu sa première Conférence sur les

statistiques et a également organisé des séminaires destinés aux utilisateurs des données et portant notamment sur la correction des variations saisonnières et les statistiques relatives aux marchés financiers.

L'Eurosystème cherche à couvrir ses besoins en statistiques fiables, exhaustives et de grande qualité tout en limitant le plus possible le coût associé aux obligations de déclaration des institutions. À cet effet, il utilise les statistiques déjà existantes dans toute la mesure du possible. Les nouvelles obligations de déclarations statistiques sont soumises à un examen comparant leur bien-fondé aux coûts supportés par les agents déclarants. Durant l'année 2002, la procédure officielle d'évaluation des avantages et des coûts des nouvelles statistiques a été encore affinée.

L'Eurosystème a apporté son concours aux pays candidats à l'adhésion pour le développement de statistiques de grande qualité, par le biais, entre autres, de l'organisation de différents séminaires sur certaines catégories de statistiques (cf. chapitre VI).

2 Les statistiques monétaires et bancaires et les statistiques relatives aux marchés financiers

La fourniture régulière de statistiques monétaires et bancaires et de statistiques relatives aux marchés financiers s'est déroulée conformément au calendrier prévu.

Les IFM communiquent leurs données de bilan sur une base mensuelle et trimestrielle afin de se conformer aux exigences statistiques mises en place depuis le début de l'UEM. La « liste des IFM établie à des fins statistiques » est mise à jour tous les mois et publiée sur le site Internet de la BCE. Il s'agit de maintenir une application cohérente de la définition des IFM dans la zone euro et dans l'UE.

Au cours de l'année 2002, la BCE et les BCN ont consacré des ressources importantes à la mise en œuvre du Règlement de la BCE relatif au bilan consolidé du secteur des IFM (BCE/2001/13), tel qu'il a été adopté par le Conseil des gouverneurs en novembre 2001. La mise en application des nouvelles obligations s'est effectuée en collaboration avec les établissements de crédit et leurs associations représentatives. À cet effet, les notices explicatives du Règlement BCE/2001/13 sur les statistiques de bilan des IFM ont été publiées en novembre 2002. Les données établies conformément à la nouvelle réglementation ont été

communiquées pour la première fois début 2003. Des informations mensuelles plus détaillées sur les dépôts et crédits et de nouvelles statistiques sur les corrections liées aux effets de réévaluation des titres et des prêts constituent les principales améliorations des statistiques de bilan des IFM. Des informations mensuelles plus détaillées permettent la mise à disposition de ventilations par types d'instruments, durées initiales et secteurs des contreparties des rubriques du bilan des IFM. S'agissant des corrections liées aux effets de réévaluation, les nouvelles statistiques amélioreront significativement le calcul des flux sur une base mensuelle. En outre, ces corrections peuvent en soi constituer une source d'information et enrichir l'analyse des agrégats monétaires et des contreparties (par exemple pour les abandons de créances et les provisions pour créances douteuses).

De même, la BCE et les BCN ont consacré des moyens importants à la mise en œuvre du nouveau Règlement de la BCE relatif aux statistiques sur les taux d'intérêt des IFM (BCE/2001/18) adopté par le Conseil des gouverneurs en décembre 2001. Ces statistiques fourniront des données exhaustives, détaillées et harmonisées sur les taux d'intérêt qui amélioreront considérablement l'analyse du mécanisme de transmission de la politique monétaire et l'analyse monétaire elle-même. Elles sont également nécessaires pour évaluer la stabilité financière. Au total, quarante-cinq indicateurs sont calculés tant pour les encours que pour les nouveaux contrats. Les nouvelles statistiques de taux d'intérêt des IFM seront mises à la disposition de la BCE au plus tard le 19^e jour ouvrable après la fin du mois de référence. L'année 2003 est considérée comme une période de rodage. À cet égard, il convient également de noter la mise en place d'une enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée par l'Eurosystème en complément des statistiques sur les taux d'intérêt.

En novembre 2002, le Conseil des gouverneurs a adopté un Règlement

(BCE/2002/8) relatif à la fourniture de statistiques mensuelles sur les détenteurs de parts d'OPCVM monétaires, ventilés selon le lieu de résidence du détenteur. Cette modification du Règlement BCE/2001/13 vise à améliorer la stabilité à long terme et la qualité des données relatives aux détenteurs de parts d'OPCVM monétaires qui sont déjà utilisées dans le calcul de M3.

Compte tenu de la décision d'utiliser des taux de progression sur douze mois calculés à partir de données corrigées des variations saisonnières pour la comparaison de la croissance de M3 avec la valeur de référence, de nouveaux efforts ont été faits pour garantir une qualité élevée à ces statistiques. Les ajustements de flux ont été améliorés par une meilleure prise en compte des variations de taux de change (affectant les postes en devises du bilan des IFM) et ont été étendus aux données trimestrielles plus détaillées, ce qui permet de calculer correctement les taux de croissance, entre autres par secteurs, des dépôts détenus auprès des IFM et des prêts accordés par les IFM.

De nouveaux indicateurs ont également été élaborés dans le cadre du diagnostic de stabilité financière et des évolutions structurelles enregistrées dans le secteur bancaire.

En janvier 2003, la BCE a publié, pour la première fois, des statistiques relatives aux institutions financières non monétaires (autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension). Ces statistiques présentent les encours de fin de trimestre des OPCVM de la zone euro ventilés par stratégies de placement (actions, obligations, mixtes, placements immobiliers et autres OPCVM) et selon les dispositions limitant, le cas échéant, les achats de parts d'OPCVM (OPCVM grand public et OPCVM destinés aux investisseurs spécialisés). Ces statistiques ne sont pas encore totalement harmonisées sur l'ensemble de la zone euro, même si les BCN ont déjà pris des mesures pour rendre leurs contributions nationales le plus cohérentes possible. Sur cette base, il est

possible de calculer des agrégats de qualité acceptable pour la zone euro.

L'Eurosystème a également traité certains problèmes relatifs à l'incidence du passage à l'euro fiduciaire sur les présentations des ventilations nationales des statistiques de bilan des IFM, utilisées pour les statistiques monétaires.

Les statistiques relatives aux émissions de titres ont été améliorées. La mise en œuvre d'une nouvelle méthode de calcul, faisant la distinction entre les flux et les réévaluations, reclassements et autres variations non liées

aux transactions, a permis d'obtenir des taux de croissance plus précis et plus cohérents. En outre, en janvier 2003, la BCE a commencé à publier régulièrement, grâce aux travaux entrepris avec les BCN, de nouvelles statistiques mensuelles sur les encours d'actions cotées, ventilés selon le secteur de l'émetteur.

Parallèlement, la BCE a continué de développer des méthodologies communes permettant de calculer des indicateurs statistiques sur les marchés financiers dans la zone euro qui soient comparables.

3 Les statistiques de balance des paiements, d'avoirs de réserve, de position extérieure et de taux de change effectifs

La confection et la publication de statistiques mensuelles et trimestrielles de balance des paiements de la zone euro, de position extérieure annuelle ainsi que des données mensuelles relatives aux avoirs de réserve de l'Eurosystème se sont déroulées normalement en 2002.

La publication par la BCE, en novembre 2002, de données sur les positions extérieures de fin de période de 1999 à 2001 faisant apparaître séparément les positions en avoirs et en engagements alors que, précédemment, seules les positions nettes étaient disponibles, a constitué une amélioration sensible. Les variations de la position extérieure entre les fins de période annuelles s'expliquent en partie par les flux de balance des paiements enregistrés au cours de l'année. De plus, les variations d'encours reflètent également des effets de valorisation liés aux évolutions des prix des actifs et des cours de change ainsi qu'à d'autres changements non imputables à des flux (par exemple les abandons de créance, les reclassements). Par conséquent, l'amélioration évoquée ci-dessus enrichit considérablement les informations contenues dans les statistiques relatives à la position extérieure de la zone euro et leur valeur analytique.

De même que les années précédentes, l'Eurosystème a entrepris des travaux pour améliorer la qualité et la disponibilité des données. Les investissements de portefeuille constituent l'un des principaux chantiers. En juin 2002, la BCE a publié un rapport présentant les dispositions éventuelles à prendre au niveau national afin d'améliorer les systèmes de collecte de données en matière d'investissements de portefeuille. La BCE, en collaboration avec les BCN, développe une base de données centralisée sur les titres destinée à améliorer la qualité des données relatives aux investissements de portefeuille. La BCE a également grandement contribué au travail effectué au niveau européen afin de définir des critères et des indicateurs opérationnels permettant d'évaluer la qualité de la balance des paiements et des statistiques qui s'y rapportent. D'autres actions ont été conduites afin d'améliorer la cohérence entre, d'une part, la balance des paiements et les données s'y rapportant et, d'autre part, les données monétaires et bancaires et le secteur « Reste du monde » dans les comptes nationaux.

Au cours de l'année 2002, des propositions de modifications de l'Orientation de la BCE 2000/4, qui définit le cadre juridique pour

l'élaboration des statistiques de balance des paiements, avoirs de réserve et position extérieure de la zone euro, ont été examinées. Une mise à jour de cette orientation est prévue pour le premier trimestre 2003.

Une version mise à jour de la publication annuelle *Méthodes statistiques relatives à la balance des paiements et à la position extérieure de l'Union européenne* a été publiée en novembre 2002. Cette publication fournit

des informations sur la méthodologie statistique appliquée dans les États membres pour confectionner la balance de paiements et calculer la position extérieure et améliore ainsi la transparence en matière d'élaboration des statistiques de la zone euro.

Depuis octobre 1999, la BCE publie des données relatives aux taux de change effectifs nominaux et réels de l'euro, qui servent à évaluer le rôle international de l'euro.

4 Les comptes financiers

La fourniture régulière des données trimestrielles relatives aux comptes financiers des secteurs non financiers de la zone euro, publiées pour la première fois en mai 2001, s'est déroulée normalement. L'Orientation de la BCE relative aux obligations de déclaration statistique dans le domaine des comptes financiers trimestriels, adoptée par le Conseil des gouverneurs en novembre 2002, garantira la poursuite de la fourniture régulière de comptes financiers trimestriels au sein de l'Eurosystème. L'orientation répond aux besoins actuels de données liés à l'élaboration des comptes

financiers de l'Union monétaire et aux obligations déclaratives concernant les données nationales, notamment sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension, qui seront disponibles prochainement. La nouvelle orientation est entrée en vigueur en novembre 2002.

De nouvelles améliorations ont été apportées aux statistiques relatives aux comptes financiers en assurant la cohérence entre les comptes de capital et financier. En outre, le traitement statistique des billets non retournés a été résolu.

5 Les statistiques de finances publiques

Comme aux cours des exercices précédents, la BCE a publié des données annuelles relatives aux recettes et dépenses des administrations publiques dans la zone euro. Ces données fournissent également des informations détaillées sur la dette publique et une analyse de l'écart entre le déficit public et les variations de la dette publique. La

transmission de ces données annuelles s'est déroulée sans problème en 2002. Une Orientation de la BCE relative aux obligations de déclaration statistique et aux procédures d'échanges d'informations dans le domaine des statistiques de finances publiques est en préparation.

6 Les statistiques économiques générales

Les statistiques économiques générales, couvrant les données de prix et de coûts, les comptes nationaux, les statistiques relatives au marché du travail et une large gamme d'autres statistiques économiques

contribuent à la stratégie de politique monétaire de la BCE. La BCE et la Commission européenne (qui est principalement responsable de ces statistiques au niveau de l'UE) ont coopéré étroitement dans le suivi de la mise

en œuvre du plan d'action sur les besoins statistiques de l'UEM présenté au Conseil Ecofin en septembre 2000. Dans le cadre des procédures de suivi du plan d'action de l'UEM et des autres initiatives en cours, des améliorations ont été apportées aux statistiques économiques générales au niveau tant national qu'europeen, mais il reste beaucoup à faire. Une Communication de la Commission européenne publiée en novembre 2002 passe en revue les progrès réalisés dans l'amélioration des méthodologies relatives aux statistiques et

aux indicateurs de la zone euro et préconise de nouveaux progrès. La BCE a également contribué, comme précédemment, au nouveau Rapport d'étape sur les besoins en informations dans l'UEM, qui passe en revue les résultats et les prescriptions du Plan d'action de l'UEM et qui a parallèlement été adopté par le Conseil Ecofin.

En outre, la BCE a souligné la nécessité d'améliorer encore la comparabilité des statistiques au niveau mondial.

7 La coopération avec la Commission européenne et les institutions internationales

Au niveau européen, la répartition convenue des responsabilités statistiques entre la BCE et la Commission européenne (Eurostat) a continué à fonctionner de façon satisfaisante en 2002, comme lors des années précédentes. Une mise à jour du Protocole d'accord relatif aux statistiques économiques et financières entre la BCE et Eurostat est en préparation. La BCE développe également une coopération étroite avec la Commission européenne en partie par le biais du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements (CSMFB) qui réunit des statisticiens appartenant à Eurostat, aux

Instituts nationaux de statistiques, à la BCE et aux BCN. La BCE a accueilli favorablement l'adoption de nouvelles règles de procédures internes au terme desquelles le CSMFB se voit chargé des consultations dans le cadre de la procédure de déficit excessif.

La BCE entretient également des contacts étroits, dans le domaine statistique, avec la BRI, le FMI et l'OCDE. En coopération avec les institutions communautaires européennes et les organisations internationales, la BCE contribue à définir des normes statistiques internationales et favorise leur respect.



La deuxième Conférence des banques centrales organisée par la BCE à Francfort les 24 et 25 octobre 2002

Chapitre XI

Les autres missions et activités

I 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 responsables¹, 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 indiquées dans la Décision du Conseil 98/415/CE du 29 juin 1998. L'article 2 (1) et (2) de cette Décision expose les domaines spécifiques appelant une consultation de la BCE, c'est-à-dire toute proposition de législation portant sur :

- les questions de change ;
- les moyens de paiement ;
- les BCN ;
- la collecte, l'élaboration et la diffusion de statistiques monétaires, financières, bancaires, de systèmes de paiement et de balance des paiements ;
- les systèmes de paiement et de règlement ;
- les règles applicables aux institutions financières dans la mesure où elles ont une incidence concrète sur la stabilité des

institutions financières et des marchés de capitaux.

En outre, la BCE doit également être consultée par les autorités des États membres ne participant pas à la zone euro² sur tout projet de législation relatif aux instruments de la politique monétaire.

Au total, trente-deux consultations ont été effectuées en 2002, dont trente à l'initiative d'un État membre et deux à celle du Conseil de l'Union européenne. Sur ce total, neuf avaient trait aux moyens de paiement, sept aux statistiques et onze à des règles susceptibles d'influencer la stabilité des institutions financières et des marchés de capitaux.

Une vue d'ensemble des avis de la BCE peut être consultée sur le site Internet de la BCE (www.ecb.int). En outre, l'encadré ci-dessous présente la liste des consultations engagées en 2002.

¹ Conformément au Protocole relatif à certaines dispositions concernant le Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord, 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 du Royaume-Uni.

² Autres que le Royaume-Uni (cf. note ci-dessus)

Encadré 10

Procédures de consultation engagées en 2002

(a) Consultations émanant des États membres¹

N° ²	Initiateur	Objet
CON/2002/1	Finlande	Révision de la loi sur les établissements de crédit pour y inclure la monnaie électronique
CON/2002/2	Allemagne	Amendement du règlement sur les paiements et le commerce extérieur concernant la collecte, l'élaboration et la diffusion de statistiques monétaires, financières, bancaires, de systèmes de paiement et de balance des paiements
CON/2002/3	Belgique	Élaboration des statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure de la Belgique

¹ En septembre 2002, le Conseil des gouverneurs a approuvé les modifications aux procédures de publication des avis de la BCE émis à la demande des autorités nationales. À compter de cette date, les avis de la BCE seront, en règle générale, publiés sur le site Internet de la BCE six mois après la date de leur adoption. Pour les avis de la BCE présentant une importance particulière, la pratique actuelle sera maintenue, c'est-à-dire publication immédiate sur le site Internet de la BCE. Le Conseil des gouverneurs a également approuvé la publication sur le site de la BCE d'avis de la BCE adoptés antérieurement et d'avis de l'IME. Dans les deux cas, les autorités nationales concernées en seront informées.

² Les consultations sont numérotées selon l'ordre d'adoption par le Conseil des gouverneurs.

N ^o 3	Initiateur	Objet
CON/2002/4	Danemark	Amendement de la loi sur le blanchiment de capitaux pour lutter contre le financement du terrorisme
CON/2002/5	Pays-Bas	Transposition dans la loi sur les sanctions de la législation internationale relative à la lutte contre le terrorisme et au respect des sanctions financières
CON/2002/6	France	Abrogation du cours légal des billets et pièces libellés en francs français
CON/2002/7	Irlande	Amendement de la loi sur l'Union économique et monétaire en ce qui concerne les dispositions relatives aux paiements effectués par la Banque centrale d'Irlande au ministère des Finances de ce pays à titre de revenu net de l'émission de pièces
CON/2002/8	Danemark	Amendement de la loi relative à la négociation de titres concernant les garanties et la clarification de certaines compétences en matière de marchés boursiers, de protection des données et de délits d'initiés
CON/2002/9	France	Amendements du décret sur les relations financières avec des pays étrangers qui affectent les statistiques de balance des paiements et de position extérieure
CON/2002/10	Danemark	Amendement de la loi sur les services financiers et d'autres dispositions juridiques en matière financière, concernant la surveillance des fonds de pension d'entreprises, les meilleures pratiques des opérateurs sur titres, etc.
CON/2002/12	Finlande	Droit du ministère des Finances de Finlande d'émettre des pièces commémoratives ayant cours légal dans ce pays
CON/2002/13	Belgique	Introduction d'une surveillance prudentielle globale du secteur financier et des services financiers, ainsi que de règles spécifiques pour les instruments financiers sur les marchés secondaires
CON/2002/14	Espagne	Versement au Trésor des bénéfices de la Banque d'Espagne
CON/2002/15	Finlande	Arrondi aux cinq centimes d'euro les plus proches des paiements effectués en euro par carte bancaire ou autre carte de paiement
CON/2002/16	Irlande	Projet de loi sur la banque centrale et l'autorité en charge des services financiers d'Irlande, 2002
CON/2002/17	Luxembourg	Règlement concernant la désignation des autorités nationales compétentes en matière de contrefaçon
CON/2002/18	Belgique	Clarification de la relation spécifique qui existe entre le cadre institutionnel de la Banque nationale de Belgique et les règles générales applicables aux sociétés anonymes
CON/2002/19	Autriche	Mise en œuvre des recommandations spéciales du Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux et la lutte contre le financement du terrorisme
CON/2002/20	Autriche	Modifications des taux d'intérêt de base et de référence
CON/2002/21	Suède	Modifications concernant la collecte de statistiques de balance des paiements et le critère de liquidité des titres utilisés dans le cadre des opérations de politique monétaire, ainsi que la proposition de sous-traiter certains aspects de cette procédure
CON/2002/22	Suède	Proposition établissant l'Audit national sous l'autorité du Parlement suédois, comprenant des amendements à la loi instituant la Banque de Suède

3 Les consultations sont numérotées selon l'ordre d'adoption par le Conseil des gouverneurs.

N° ⁴	Initiateur	Objet	
CON/2002/23	Finlande	Révision de la loi sur l'autorité de surveillance financière, incluant une révision des méthodes de fonctionnement et de nouveaux pouvoirs en matière de sanctions	
CON/2002/24	Belgique	Prévention du recours au système financier aux fins du blanchiment de capitaux	
CON/2002/26	Grèce	Protection juridique des billets en euro	
CON/2002/27	Finlande	Loi sur les pouvoirs spéciaux concernant la réglementation des marchés financiers finlandais dans une situation de crise	
CON/2002/28	Suède	Publication des taux d'intérêt par la Banque de Suède	
CON/2002/29	Suède	Introduction d'un nouveau système, fondé sur des enquêtes, pour la collecte des statistiques de balance des paiements	
CON/2002/30	Italie	Dispositions relatives à la conversion des obligations en vertu de la loi n° 483/93 concernant le bilan de la Banque d'Italie	
CON/2002/31	Italie	Dispositions du budget 2003 relatives aux billets et pièces	
CON/2002/32	France	Projet de loi sur la sécurité financière	
(b) Consultations émanant des institutions européennes⁵			
N° ⁴	Initiateur	Objet	Publication
CON/2002/11	Conseil de l'UE	Recommandation concernant la nomination du vice-président de la Banque centrale européenne	JO L 101 du 14.04.2002
CON/2002/25	Conseil de l'UE	Règlement du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les délais de transmission des principaux agrégats des comptes nationaux, les dérogations concernant la transmission des principaux agrégats des comptes nationaux et la transmission des données de l'emploi en heures travaillées	JO C 253 du 22.10.2002
<p>⁴ Les consultations sont numérotées selon l'ordre d'adoption par le Conseil des gouverneurs.</p> <p>⁵ Diffusées sur le site Internet de la BCE</p>			

2 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire de l'État et à l'accès privilégié aux institutions financières

En vertu de l'article 237 (d) du Traité, la BCE a pour mission de surveiller le respect par les quinze BCN de l'UE de leurs obligations au titre des articles 101 et 102 du Traité et des Règlements du Conseil (CE) correspondants n° 3603/93 et n° 3604/93. Cette mission incombe au Conseil général de la BCE, qui veille en outre au respect de ces dispositions par la BCE. L'article 101 interdit à la BCE et aux BCN d'accorder des découverts ou

tout autre type de crédit aux autorités publiques et aux institutions ou organes de la Communauté ainsi que l'acquisition directe, 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 administrations centrales et autres autorités publiques, ainsi que des entreprises publiques et des institutions ou organes de la

Communauté aux institutions financières. Parallèlement au Conseil général, la Commission européenne veille au respect de ces dispositions par les États membres.

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

S'agissant de 2002, le Conseil général a constaté trois cas de non-respect, par des BCN des États membres, des exigences susmentionnées contenues dans le Traité et les règlements du Conseil y afférents. Dans chacun de ces trois cas, le montant de pièces détenues par la BCN et figurant au crédit du compte du secteur public après le passage à l'euro fiduciaire a dépassé la limite de 10 % des pièces en circulation fixée par l'article 6 du Règlement du Conseil (CE) n° 3603/93. Dans le cas de la Grèce, la limite a été dépassée au cours des trois premiers mois de 2002, tandis que dans celui de la France et de la Finlande, le problème a persisté sur l'ensemble de l'année et n'était toujours pas résolu à la fin de l'année. Le Conseil général a engagé les BCN de ces deux derniers pays à agir sans délai pour corriger cette situation.

3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires

En vertu de l'article 123 (2) du Traité et de l'article 9 du Règlement du Conseil (CE) n° 332/2002 du 18 février 2002 (qui remplace l'article II du Règlement du Conseil (CEE) n° 1969/88 du 24 juin 1988), la BCE continue de gérer les opérations d'emprunt et de prêt effectuées par la Communauté européenne

au titre de la facilité de soutien financier à moyen terme. En 2002, cependant, la BCE n'a pas eu à effectuer de tâche de gestion de cette nature dans la mesure où il n'existait pas d'arriéré à fin 2001 et où aucune nouvelle opération n'a été initiée en cours d'année.



Le jury du concours international d'architecture organisé en vue de la réalisation du futur siège de la BCE visite le nouveau site de Francfort, sur l'emplacement de la Grossmarkthalle.



Le jury se réunit pour la première fois les 30 et 31 octobre 2002.

Chapitre XII

La communication externe et le principe de responsabilité

I La politique et les activités de communication de la BCE

I.1 Les activités de communication

Une banque centrale se doit de pratiquer une communication externe efficace et appropriée. S'appuyant sur différents instruments de communication, la BCE, en étroite coopération avec les banques centrales nationales de l'Eurosystème, s'emploie constamment à mieux faire connaître au public ses missions, sa stratégie, et les décisions prises en se fondant sur cette dernière. En 2002, des travaux ont été entrepris pour continuer à améliorer l'efficacité des activités de communication externe. Parallèlement, il convient de poursuivre ces activités de communication dans un esprit de continuité en vue de familiariser toujours davantage le public avec le cadre de politique monétaire et d'autres questions liées à l'activité de banque centrale dans la zone euro.

Les premiers mois de l'année ont été marqués par la Campagne d'information Euro 2002, qui a nécessité, de la part de l'Eurosystème, des efforts de communication exceptionnels afin de permettre aux citoyens de la zone euro d'identifier leur nouvelle monnaie (cf. encadré 11). En ce qui concerne la communication sur d'autres thèmes, la BCE a eu recours à ses vecteurs habituels : communiqués et conférences de presse, publications périodiques (*Rapport annuel* et *Bulletin mensuel*), discours prononcés par les membres des organes de décision de la BCE et interviews accordées par ceux-ci, ainsi que des brochures et autres publications sur support papier. Cette grande variété d'outils permet à la BCE d'atteindre des publics très différents, allant des universitaires et des spécialistes des questions bancaires aux représentants des médias, aux étudiants et au grand public.

De plus, la BCE contribue à la diffusion des résultats de travaux de recherche en matière monétaire et d'économie générale en publiant les *Documents de travail* et les *Études concernant des sujets spécifiques* et en organisant des conférences destinées à un public d'experts, des séminaires et des

ateliers. En 2002, les principaux événements de cette nature ont été le séminaire organisé dans le cadre du Forum Asie-Europe en avril, le séminaire de l'Eurosystème et des banques centrales d'Amérique latine en mai, et la deuxième conférence des banques centrales 2002 relative à « la transformation du système financier européen », en octobre, ainsi que le séminaire de haut niveau sur le processus d'adhésion à l'UE, en décembre.

La réception de groupes de visiteurs à la BCE représente une activité de communication à part entière. Elle donne l'occasion, en particulier aux étudiants, d'obtenir des informations de première main sur les activités de la BCE. En 2002, plus de 9 000 visiteurs ont été reçus à la BCE, et, depuis sa création en 1998, la BCE a accueilli plus de 40 000 visiteurs.

Le site Internet de la BCE (www.ecb.int) est un vecteur fondamental de ces activités de communication, donnant accès à tous les documents publiés par la BCE. La fréquence des connexions au site ainsi que le recours aux lignes d'assistance par courrier électronique se sont maintenus à un niveau élevé en 2002. Le site a également été utilisé comme plate-forme pour le lancement de consultations publiques.

La communication par voie de consultations publiques a été assez largement utilisée en 2002, six consultations de cette nature, ayant été lancées, au total, par la BCE. Les parties intéressées ont été invitées à faire part de leurs commentaires à la BCE ou aux BCN. La BCE comme les BCN ont utilisé leurs sites Internet pour ces consultations. Celles-ci ont porté notamment sur les systèmes de paiement et sur le cadre opérationnel de la politique monétaire.

Dans le domaine des communications, la coopération avec les BCN est essentielle et constitue un préalable indispensable pour obtenir un résultat optimal des ressources réparties au sein du SEBC. Ce processus de

coordination met particulièrement l'accent sur les efforts à accomplir pour qu'en matière de communication sur la politique monétaire unique, la zone euro parle « d'une seule voix ». Il est également important que le SEBC soit en mesure de s'adresser à une grande diversité de publics nationaux et régionaux dans leurs propres langues et leurs contextes respectifs.

La BCE continue de veiller aux modalités d'amélioration des supports existants. Dans le cadre de ces efforts, à l'automne 2002, elle a effectué une enquête auprès du lectorat de son *Bulletin mensuel*. Dans le même ordre d'idées, un projet a été lancé pour améliorer la conception de cette publication.

1.2 Les principaux thèmes sur lesquels a porté la communication en 2002

Il est possible de recenser un certain nombre de sujets d'actualité figurant parmi les plus importants thèmes de la communication de la BCE en 2002. Ces points sont examinés en

détail dans les chapitres correspondants du présent *Rapport annuel*. Néanmoins, ils sont rapidement énumérés ci-après, afin de donner un aperçu des défis que la BCE et l'Eurosystème ont eu à relever en 2002 en matière de communication.

Dans certains cas, la BCE a adopté une approche volontariste, afin que le grand public soit mieux informé des sujets relevant des domaines de compétence de la BCE. Dans d'autres, elle a répondu à une demande d'informations émanant des médias, de groupes spécialisés ou du public.

Sont énumérées ci-après certaines des questions les plus importantes en termes de communication en 2002 :

- l'orientation de la politique monétaire (cf. chapitre I) ;
- l'introduction de l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002. La Campagne d'information Euro 2002 s'est achevée avec succès au deuxième trimestre 2002 (cf. encadré II) ;

Encadré II

La Campagne d'information Euro 2002

L'Eurosystème a lancé la Campagne d'information Euro 2002 au début 2001. L'objectif de cette campagne était de familiariser le public avec la nouvelle monnaie et avec les modalités du passage à l'euro fiduciaire. À de nombreux égards, cette campagne était sans précédent. Le même concept créatif et la même structure ont été déployés dans toute la zone euro dans les onze langues officielles de l'Union. La campagne avait également comme cible les non-résidents de la zone euro. Un budget de 80 millions d'euros a été consacré à son élaboration et à sa mise en œuvre. En plus de ce dispositif, les BCN ont pris des mesures complémentaires au niveau national et, dans certains cas également, au niveau international.

La stratégie de la campagne reposait sur cinq principes fondamentaux : la coopération avec des partenaires jouant le rôle d'amplificateurs, la collecte et la prise en compte des besoins en information, l'interaction entre les niveaux européen et nationaux, un plan multimédias et une approche multidisciplinaire (notamment relations publiques, *marketing* direct, publicité et communication en *marketing*).

La campagne dans les médias a bénéficié de plusieurs accords de partenariat avec ces derniers et de positionnements préférentiels à la télévision et à la radio et dans les magazines. L'objectif de la campagne dans les médias a ainsi pu être atteint, à savoir permettre à une cible constituée par 80 % de la population de voir chaque film publicitaire télévisé 2,5 fois. Dans certains pays, la campagne a couvert 90 % de la population.

Dans l'ensemble, la campagne d'information a particulièrement bien rempli ses objectifs. Des études quantitatives de notoriété, effectuées à différents moments (la dernière en février 2002), ont montré que la connaissance de l'apparence visuelle des billets en euros et de leurs signes de sécurité augmentait progressivement au cours de la campagne, pour atteindre un niveau satisfaisant dans tous les pays au moment du passage à l'euro fiduciaire.

- le rôle de l'Eurosystème dans le processus d'adhésion à l'Union européenne (cf. chapitre VI) ;
- les opérations de politique monétaire (cf. chapitre II) ;
- les débats portant sur les problèmes de surveillance prudentielle et la stabilité financière aux niveaux européen et international (cf. chapitres V et IX) ;
- la structure des marchés financiers dans la zone euro (cf. chapitres V et IX) ;
- les questions relatives à l'organisation de la BCE, concernant notamment le lancement d'un concours international d'urbanisme et d'architecture en vue de l'édification de son nouveau site (cf. chapitre XIII) ;
- le point de vue du Conseil des gouverneurs sur le Pacte de stabilité et de croissance (cf. chapitre I).

2 L'échange d'informations et d'opinions avec le Parlement européen

2.1 Vue d'ensemble des relations entre la BCE et le Parlement européen

En 2002, conformément aux dispositions de l'article 113 (3) du Traité, la BCE a poursuivi son dialogue régulier avec le Parlement européen. 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. À cette occasion, le président a rendu compte des décisions prises par la BCE en matière de politique monétaire et dans d'autres domaines de la compétence de cette dernière, avant de répondre aux questions posées par les membres de la Commission. Le président de la BCE a également présenté le *Rapport annuel 2001* au Parlement européen réuni en session plénière, qui a tenu un débat général et adopté une résolution.

En outre, la Commission économique et monétaire a également convié d'autres membres du Directoire à des échanges de vues sur un certain nombre de questions. Comme l'année précédente, le vice-président a présenté à la Commission le *Rapport annuel 2001*. M. Issing a été invité à participer au débat sur l'environnement économique et le projet des Grandes orientations des politiques économiques, tandis que M. Padoa-Schioppa a participé à une audition sur la surveillance financière dans l'UE, au cours de laquelle il a exposé le point de vue de la BCE sur les structures de la réglementation,

de la surveillance prudentielle et de la stabilité financières. De plus, M. Padoa-Schioppa a été invité par la Commission à une audition sur les évolutions et les nouvelles perspectives de l'Union européenne.

En plus de ces réunions publiques, 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.

Enfin, le Parlement européen a décidé de modifier son règlement en vue d'instaurer une procédure interne dans le cadre de laquelle tous ses membres pourront, par l'intermédiaire du président de la Commission économique et monétaire, soumettre des questions par écrit à la BCE. Ces dernières, ainsi que les réponses de la BCE, seront ensuite publiées au *Journal officiel des Communautés européennes*¹. Bien que ni le Traité ni les statuts du SEBC ne prévoient de dispositions ni d'obligations à cet égard, la BCE a accepté de répondre à ces questions de son plein gré, dès lors qu'elles relèvent de l'accomplissement de son mandat, comme elle l'a déjà fait par le passé. Parallèlement, elle a précisé que cette démarche ne devait en aucun cas atténuer la portée des auditions régulières, dans le cadre desquelles l'examen

¹ Le *Journal officiel des Communautés européennes* est devenu, à compter de l'entrée en vigueur du traité de Nice, le *journal officiel de l'Union européenne*.

des principales questions relatives aux décisions de politique monétaire de la BCE devait se poursuivre. Des réponses écrites à des questions posées par les députés européens au cours des auditions du président sont publiées sur le site Internet de la BCE.

2.2 Les points de vue de la BCE sur certains sujets évoqués lors des réunions avec le Parlement européen

Lors des échanges de vues entre le Parlement européen et la BCE, un large éventail de sujets ont été examinés. Si l'évaluation des évolutions économiques et monétaires et la conduite de la politique monétaire de la BCE ont été au premier plan de ces échanges, les députés européens ont également posé des questions sur les autres missions confiées à l'Eurosystème par le Traité.

Le Parlement européen a adressé un certain nombre de ces questions dans sa résolution, adoptée en session plénière le 3 juillet 2002, relative au *Rapport annuel 2001*. Les sous-sections suivantes abordent les principaux problèmes soulevés dans cette résolution et rappellent les points de vue présentés par la BCE.

Le passage à l'euro fiduciaire

Le 1^{er} janvier 2002, la monnaie unique est devenue une réalité tangible. Ce jour-là, les billets et pièces en euros ont pris cours légal dans toute la zone euro et, de ce fait, sont devenus un symbole visible de l'identité européenne. La BCE a présenté en détail au Parlement européen les préparatifs et la mise en œuvre de cet événement historique, et, dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2001*, le Parlement européen a félicité l'Eurosystème pour sa « brillante réalisation du passage à l'euro fiduciaire ».

Néanmoins, tout en soulignant que l'euro devrait exercer une incidence positive sur les

évolutions des prix à la consommation en stimulant la concurrence, le Parlement européen a critiqué les pratiques abusives d'arrondi qui ont été constatées dans certains cas (en particulier dans le secteur des services).

La BCE et les BCN de l'Eurosystème ont, depuis 2001, suivi de près et analysé de façon approfondie les éventuels effets du passage à l'euro fiduciaire sur les évolutions de prix. Au cours de ses différentes auditions devant le Parlement européen, le président a expliqué que, bien que les consommateurs aient pu en avoir une perception différente, l'incidence du passage à l'euro fiduciaire sur la hausse des prix a été en fait très limitée (cf. chapitre I).

La responsabilité et la transparence de la BCE

La responsabilité de la BCE figure également parmi les thèmes abordés pendant ces échanges de vues. Dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2001*, le Parlement européen a suggéré de publier les minutes des réunions du Conseil des gouverneurs sous forme d'un résumé des arguments débattus à cette occasion peu après la réunion suivante du Conseil des gouverneurs. En outre, il a proposé que ce résumé indique, anonymement, la répartition des votes et toute opinion divergente exprimée par un membre du Conseil des gouverneurs.

En réponse à ces suggestions, le président a fait valoir que la BCE procède tous les mois à une explication poussée des décisions du Conseil des gouverneurs, d'une part, lors des conférences de presse qui suivent immédiatement la première réunion mensuelle de cette instance, au cours de laquelle sont habituellement prises les décisions de politique monétaire, et, d'autre part, dans son *Bulletin mensuel*. En conséquence, 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.

De plus, le président a souligné que la BCE allait au delà des obligations d'information déjà rigoureuses requises par le Traité, et, au travers de l'utilisation d'une vaste panoplie d'outils de communication (cf. section I du présent chapitre), elle satisfaisait à des critères très élevés tant en matière de transparence que de responsabilité. En outre, le choix de ne pas publier des procès-verbaux détaillés est conforme au Traité, qui dispose que les réunions du Conseil des gouverneurs doivent rester confidentielles, même si ce dernier peut décider de rendre public le résultat de ses délibérations.

En ce qui concerne les suggestions relatives à la publication d'informations sur le comportement de vote et les opinions personnelles des différents membres du Conseil des gouverneurs, il convient de noter que la BCE conduit une politique monétaire unique au niveau de la zone euro. Dans ce contexte, une procédure de publication des votes et des opinions individuelles, même anonyme, pourrait susciter des pressions injustifiées visant à inciter les membres du Conseil à s'écarter d'une perspective englobant l'ensemble de la zone euro. De plus, le Conseil des gouverneurs agit de façon collégiale et est collectivement responsable de ses décisions. Par conséquent, la BCE ne voit pas d'utilité à l'adoption de ces suggestions et s'en tiendra à sa politique de présentation des arguments pertinents d'une manière dont la clarté, la promptitude et la cohérence permettent de fournir l'information nécessaire à la compréhension de la conduite de la politique monétaire.

En outre, les obligations d'information de la BCE, telles que définies dans le Traité, sont largement similaires à celles des autres grandes banques centrales. La BCE soutient également avantageusement la comparaison dans un contexte international en ce qui concerne les pratiques et procédures établies au fil des années, s'agissant de la satisfaction de ses obligations de responsabilité, notamment dans le cadre de ses relations actives avec le Parlement européen².

Le rôle des projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème et la suggestion de publication d'une revue de la zone euro pays par pays

La résolution du Parlement européen relative au *Rapport annuel 2001* de la BCE traite également des projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème. Plus précisément, le Parlement européen suggère que ces projections devraient publier des chiffres précis plutôt que des fourchettes, et être explicitement approuvées par le Conseil des gouverneurs ; à cet égard, les membres du Conseil présentant des objections devraient être en mesure de les faire connaître anonymement. En outre, il estime que la BCE devrait publier, tous les ans, une revue présentant pays par pays les évolutions économiques dans les États membres de la zone euro.

Le président a souligné que les projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème apportent une contribution technique importante aux délibérations du Conseil des gouverneurs, car elles permettent de synthétiser et d'évaluer avec cohérence les implications d'un grand nombre d'informations sur l'inflation future. Cela étant, elles ne jouent en aucun cas un rôle déterminant dans le processus de formulation de la politique monétaire, mais constituent un élément, parmi d'autres, d'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix dans le cadre du deuxième pilier. Les projections sont le fruit de l'expertise des services de l'Eurosystème et il convient, dans l'intérêt de la transparence, de continuer de la dissocier de l'analyse et du jugement final du Conseil des gouverneurs en ce qui concerne l'évaluation globale des risques pesant sur la stabilité des prix. Les fourchettes utilisées dans les projections reflètent la

² Pour de plus amples détails sur ces questions se reporter aux articles du Bulletin mensuel de la BCE de novembre 2002 intitulés La responsabilité de la BCE et La transparence de la politique monétaire de la BCE

complexité et les incertitudes de l'exercice, et, plus fondamentalement, des évolutions économiques.

En ce qui concerne les suggestions relatives à la publication par la BCE d'une revue annuelle présentant les évolutions économiques pays par pays, la répartition des tâches au sein de l'Eurosystème n'a pas fait apparaître jusqu'ici la nécessité d'adopter une telle pratique. Les évolutions macroéconomiques et structurelles des différents pays membres sont, bien entendu, suivies par l'Eurosystème afin d'approfondir la connaissance globale de la situation économique dans la zone euro. À cet égard, les BCN de l'Eurosystème suivent et analysent régulièrement ces évolutions dans leurs pays respectifs. En revanche, en vertu de son mandat, la BCE est tenue de se concentrer, dans son analyse de la politique monétaire, sur les évolutions économiques de l'ensemble de la zone euro.

Les politiques budgétaires et le Pacte de stabilité et de croissance

La question des politiques budgétaires et de l'évolution des situations budgétaires des États membres a été fréquemment abordée lors des échanges de vues entre le Parlement européen et la BCE. Dans ce contexte, les membres de la Commission ont également donné leur avis sur le Pacte de stabilité et de croissance et sur les suggestions effectuées en vue de modifier ses dispositions.

Le président a saisi l'occasion de ses auditions pour souligner le point de vue du Conseil des gouverneurs, selon lequel le cadre budgétaire

actuel, tel que défini dans le Traité et développé dans le Pacte de stabilité et de croissance, établit un équilibre optimal entre discipline et flexibilité. En assignant un objectif à moyen terme de situations budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent, le Pacte de stabilité et de croissance garantit que les politiques budgétaires préserveront le caractère soutenable des finances publiques tout en étant suffisamment flexible pour permettre aux stabilisateurs automatiques de fonctionner. De plus, un cadre institutionnel crédible et ayant force exécutoire pour la conduite des politiques budgétaires menées par les pays de la zone euro constitue le complément nécessaire d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix (cf. chapitres I et V).

Des politiques budgétaires saines qui favorisent la stabilité macroéconomique sont propices à la croissance de l'emploi et du PIB en volume. Tout État membre a donc intérêt à se conformer totalement aux dispositions du Traité et du Pacte de stabilité et de croissance. Les États membres qui enregistrent encore des déséquilibres doivent donc s'engager dans une stratégie claire d'assainissement pour atteindre dans les délais les plus brefs les objectifs convenus dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Dans sa résolution relative au *Rapport annuel 2001*, le Parlement européen souligne également que le Pacte de stabilité et de croissance constitue un élément essentiel de la crédibilité de la zone euro et que parvenir à une situation budgétaire équilibrée est un préalable indispensable pour permettre aux stabilisateurs automatiques de jouer pleinement.

L'exposition de photographies de la BCE "The Making of the Euro" au siège de la Banque nationale de Pologne à Varsovie, du 2 décembre 2002 au 15 janvier 2003



Eugenio Domingo Solans, membre du Directoire de la BCE, et Leszek Balcerowicz, président de la Banque nationale de Pologne, inaugurant l'exposition



Chapitre XIII

Le cadre institutionnel de l'Eurosystème et du Système européen de banques centrales

I L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales



Le Système européen de banques centrales (SEBC) se compose de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales (BCN) des quinze États membres de l'UE : il inclut donc les banques centrales des trois États membres n'ayant pas encore adopté l'euro. Afin de renforcer la transparence et de permettre une meilleure compréhension de la structure de l'activité de banque centrale dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté le terme d'« Eurosystème » pour désigner l'ensemble formé par la BCE et les BCN des États membres ayant adopté l'euro. Cette distinction entre l'Eurosystème et le SEBC sera maintenue tant qu'il restera des États membres n'ayant pas adopté l'euro.

La BCE est dotée de la personnalité juridique de droit public international. Elle se trouve au cœur de l'Eurosystème et du SEBC et veille à ce que leurs missions respectives soient remplies, soit par ses activités propres, soit

par l'intermédiaire des BCN. Si la prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée, la BCE est attachée au principe de décentralisation, conformément aux statuts du SEBC, s'agissant de la manière dont doivent être exécutées ces missions.

Chaque BCN est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit national du pays respectif. Les BCN de la zone euro, qui font partie intégrante de l'Eurosystème, remplissent les missions confiées à celui-ci, conformément aux règles établies par les organes de décision de la BCE. Les BCN contribuent également aux travaux du SEBC au travers de la participation de leurs représentants aux divers Comités du SEBC (cf. section 5 ci-après). Les BCN sont autorisées à exercer, sous leur propre responsabilité, des fonctions ne relevant pas de l'Eurosystème, sauf si le Conseil des gouverneurs juge que celles-ci interfèrent avec les objectifs et missions de l'Eurosystème.

2 Les organes de décision de la BCE

L'Eurosystème et la BCE sont dirigés par les organes de décision de la BCE, c'est-à-dire le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Le Conseil général constitue le troisième organe de décision de la BCE, dans la mesure où et aussi longtemps que certains États membres n'ont pas encore adopté l'euro. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le Traité instituant la Communauté européenne, les Statuts du SEBC et le Règlement intérieur¹.

2.1 Le Conseil des gouverneurs

Le Conseil des gouverneurs comprend l'ensemble des membres du Directoire ainsi que les gouverneurs des banques centrales des États membres ayant adopté l'euro. Conformément au Traité, les principales responsabilités du Conseil des gouverneurs sont les suivantes :

- arrêter les orientations et prendre les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à l'Eurosystème ;
- définir la politique monétaire de la zone euro, y compris, le cas échéant, les décisions relatives aux objectifs monétaires intermédiaires, aux taux d'intérêt directeurs et à la fourniture de réserves au sein de l'Eurosystème et arrêter les orientations nécessaires à leur exécution.

Le Conseil des gouverneurs se réunit en règle générale deux fois par mois dans les locaux de la BCE à Francfort-sur-le-Main, en Allemagne. La première réunion mensuelle est spécifiquement consacrée à un examen approfondi des évolutions monétaires et économiques et aux décisions correspondantes, la seconde étant généralement vouée aux questions relatives aux autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème. En 2002, une réunion s'est déroulée sous forme d'une téléconférence et deux réunions se sont tenues en dehors de Francfort, l'une étant

organisée par la De Nederlandsche Bank à Maastricht et l'autre par la Banque centrale du Luxembourg à Luxembourg.

Lorsqu'ils prennent des décisions de politique monétaire ou relatives à d'autres missions 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 « une personne, une voix » appliqué au sein du Conseil.

En décembre 2002, le Conseil des gouverneurs a adopté à l'unanimité le contenu de sa proposition relative à la modification des modalités de vote, qui sera nécessaire pour préserver la capacité du Conseil des gouverneurs à prendre des décisions de manière efficace et en temps opportun dans le cadre d'une zone euro élargie. Cette proposition a été formulée conformément à la « clause d'habilitation » de la BCE contenue dans le traité de Nice (cf. chapitre VI). À la suite de l'entrée en vigueur de ce Traité le 1^{er} février 2003, la BCE a officiellement adopté une recommandation relative à la modification des modalités de vote au sein du Conseil des gouverneurs.

En vertu de cette recommandation, tous les membres du Conseil des gouverneurs continueraient d'assister aux réunions et de participer aux débats en toute indépendance personnelle. Toutefois, le nombre de gouverneurs de BCN disposant d'un droit de vote ne dépasserait pas quinze. Ces quinze droits de vote seraient exercés par rotation au sein des gouverneurs selon des règles

¹ Le Règlement intérieur a été publié au Journal officiel des Communautés européennes ; cf. Règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 125, 19.05.1999 et L 314, 08.12.1999 ; Règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 75, 20.03.1999 et L 156, 23.06.1999 ; Décision de la Banque centrale européenne du 12 octobre 1999 concernant le Règlement intérieur du Directoire de la Banque centrale européenne (BCE/1999/7), JO L 314, 08.12.1999. Tous ces textes, à l'exception du dernier, ont été reproduits dans l'annuaire juridique de la BCE Compendium: Collection of Legal instruments, juin 1998 – décembre 2001 publié en mars 2002, disponible sur le site Internet de la BCE.

préétablies. Les six membres du Directoire conserveraient un droit de vote permanent. Afin de veiller à ce qu'à tout moment, les gouverneurs disposant du droit de vote proviennent d'États membres qui, dans leur ensemble, soient représentatifs de toute la zone euro, les droits de vote seraient attribués selon des fréquences différentes. Toutefois, la différenciation entre gouverneurs s'appliquerait exclusivement à la détermination préalable du nombre de fois où ils pourraient voter. Le principe «une personne, une voix» continuerait de s'appliquer à tous les gouverneurs exerçant un droit de vote à un moment donné.

Les gouverneurs des BCN seraient répartis en plusieurs groupes, en fonction d'un classement fondé sur l'importance économique relative de leur pays au sein de la zone euro. Dans une première étape,

débutant lorsque le nombre de pays de la zone euro sera supérieur à quinze, les gouverneurs seraient répartis en deux groupes. Dans une seconde étape, débutant au moment où la zone euro comptera vingt-deux pays, trois groupes seraient constitués. La rotation sera systématique et automatique de manière à adapter, à terme, la taille des groupes et la fréquence des votes des Gouverneurs au processus d'élargissement de la zone euro jusqu'à un total de vingt-sept pays membres, c'est-à-dire les actuels États membres de l'UE et les douze pays candidats à l'adhésion énumérés dans la déclaration relative à l'élargissement de l'Union européenne annexée au traité de Nice. Les dispositions précises de mise en application incomberaient au Conseil des gouverneurs, prenant ses décisions à la majorité des deux tiers.

Le Conseil des gouverneurs



*Au second rang, de gauche à droite : Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Nicholas Garganas, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, John Hurley, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Nout Wellink
Au premier rang, de gauche à droite : Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing, Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämmäläinen, Eugenio Domingo Solans*

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer (jusqu'au 31 mai 2002)
Lucas D. Papademos
(à compter du 1^{er} juin 2002)
Jaime Caruana
Vítor Constâncio
Eugenio Domingo Solans
Antonio Fazio
Nicholas Garganas (à compter du 1^{er} juin 2002)
Sirkka Hämmäläinen
John Hurley (à compter du 11 mars 2002)
Otmar Issing
Klaus Liebscher
Yves Mersch

Maurice O'Connell (jusqu'au 10 mars 2002)
Tommaso Padoa-Schioppa
Lucas D. Papademos (jusqu'au 31 mai 2002)
Guy Quaden
Jean-Claude Trichet
Matti Vanhala

Nout Wellink
Ernst Welteke

*Président de la BCE
Vice-président de la BCE*

*Vice-président de la BCE
Gouverneur du Banco de España
Gouverneur du Banco de Portugal
Membre du Directoire de la BCE
Gouverneur de la Banca d'Italia
Gouverneur de la Banque de Grèce
Membre du Directoire de la BCE
Gouverneur de la Central Bank of Ireland
Membre du Directoire de la BCE
Gouverneur de l'Oesterreichische Nationalbank
Gouverneur de la Banque centrale du Luxembourg
Gouverneur de la Central Bank of Ireland
Membre du Directoire de la BCE
Gouverneur de la Banque de Grèce
Gouverneur de la Banque nationale de Belgique
Gouverneur de la Banque de France
Gouverneur de Suomen Pankki –
Banque centrale de Finlande
Président de la De Nederlandsche Bank
Président de la Deutsche Bundesbank*

2.2 Le Directoire

Le Directoire se compose du président, du vice-président et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les gouvernements des États membres ayant adopté l'euro, au niveau des chefs d'État ou de gouvernement. Les principales responsabilités du Directoire, qui se réunit en règle générale une fois par semaine, sont les suivantes :

- la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs ;

- la mise en œuvre de la politique monétaire au sein de la zone euro, conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs et, en conséquence, la transmission des instructions nécessaires aux BCN de la zone euro ;
- la gestion des affaires courantes de la BCE ;
- l'exercice de certains pouvoirs, y compris de nature réglementaire, qui lui sont délégués par le Conseil des gouverneurs.



Au second rang, de gauche à droite : Eugenio Domingo Solans, Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa
Au premier rang, de gauche à droite : Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämmäläinen

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer (jusqu'au 31 mai 2002)
Lucas D. Papademos (à compter du 1^{er} juin 2002)
Eugenio Domingo Solans
Sirkka Hämmäläinen
Otmar Issing
Tommaso Padoa-Schioppa

Président de la BCE
Vice-président de la BCE
Vice-président de la BCE
Membre du Directoire de la BCE

2.3 Le Conseil général

Le Conseil général se compose du président, du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs des quinze BCN de l'UE. Il remplit les missions reprises de l'Institut monétaire européen, qui, dans la mesure où tous les États membres n'ont pas adopté l'euro, doivent toujours être accomplies par la

BCE. En 2002, le Conseil général s'est réuni à cinq reprises. L'une de ces réunions a pris la forme d'une téléconférence. Le Conseil général a décidé que les gouverneurs des banques centrales des pays candidats à l'UE seraient invités à assister aux réunions du Conseil général en qualité d'observateurs dès la signature du Traité d'adhésion par ces pays.

Le Conseil général



*Au second rang, de gauche à droite : Nicholas Garganas, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, Edward A. J. George, John Hurley, Jaime Caruana, Nout Wellink, Antonio Fazio
Au premier rang, de gauche à droite : Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Urban Bäckström*

Willem F. Duisenberg	<i>Président de la BCE</i>
Christian Noyer (jusqu'au 31 mai 2002)	<i>Vice-président de la BCE</i>
Lucas D. Papademos (à compter du 1 ^{er} juin 2002)	<i>Vice-président de la BCE</i>
Bodil Nyboe Andersen	<i>Gouverneur de la Danmarks Nationalbank</i>
Urban Bäckström (jusqu'au 31 décembre 2002)	<i>Gouverneur de la Sveriges Riksbank</i>
Jaime Caruana	<i>Gouverneur du Banco de España</i>
Vítor Constâncio	<i>Gouverneur du Banco de Portugal</i>
Antonio Fazio	<i>Gouverneur de la Banca d'Italia</i>
Nicholas Garganas (à compter du 1 ^{er} juin 2002)	<i>Gouverneur de la Banque de Grèce</i>
Edward A. J. George	<i>Gouverneur de la Bank of England</i>
Lars Heikensten (à compter du 1 ^{er} janvier 2003)	<i>Gouverneur de la Sveriges Riksbank</i>
John Hurley (à compter du 11 mars 2002)	<i>Gouverneur de la Central Bank of Ireland</i>
Klaus Liebscher	<i>Gouverneur de l'Oesterreichische Nationalbank</i>
Yves Mersch	<i>Gouverneur de la Banque centrale du Luxembourg</i>
Maurice O'Connell (jusqu'au 10 mars 2002)	<i>Gouverneur de la Central Bank of Ireland</i>
Lucas D. Papademos (jusqu'au 31 mai 2002)	<i>Gouverneur de la Banque de Grèce</i>
Guy Quaden	<i>Gouverneur de la Banque nationale de Belgique</i>
Jean-Claude Trichet	<i>Gouverneur de la Banque de France</i>
Matti Vanhala	<i>Gouverneur de Suomen Pankki – Banque centrale de Finlande</i>
Nout Wellink	<i>Président de la De Nederlandsche Bank</i>
Ernst Welteke	<i>Président de la Deutsche Bundesbank</i>

3 L'organisation de la BCE

3.1 Le gouvernement d'entreprise

Outre les organes de direction décrits dans la section précédente, le gouvernement d'entreprise de la BCE recouvre également plusieurs niveaux de contrôle, tant internes qu'externes.

Deux d'entre eux sont prévus dans les statuts du SEBC : les commissaires aux comptes, qui vérifient les comptes annuels de la BCE (article 27.1 des statuts du SEBC), et la Cour des comptes européenne, qui examine l'efficacité de la gestion de la BCE (article 27.2).

La Direction de l'audit interne effectue des missions d'audit en vertu d'un mandat du Directoire. Ce mandat est défini dans la Charte d'audit de la BCE². En outre, le Comité des auditeurs internes est en charge de missions d'audit, en vertu d'un mandat du Conseil des gouverneurs, afin de veiller à ce que les projets et les systèmes opérationnels communs au SEBC soient couverts par des procédures d'audit.

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche fonctionnelle en vertu de laquelle chaque unité organisationnelle (Division, Direction ou Direction générale) est responsable de son propre contrôle interne et de son efficacité. À cette fin, ces unités mettent en œuvre un ensemble de procédures de contrôle opérationnel dans leur domaine de responsabilité. Ainsi, la Direction générale des Opérations a mis en place un système de « murailles de Chine ». Outre ces contrôles, la Direction générale Planification et contrôle budgétaire et la Division Gestion des risques conseillent le Directoire et lui font des propositions sur des questions de contrôle spécifiques touchant l'organisation globale.

En mai 2002, les membres du Conseil des gouverneurs ont adopté un Code de conduite qui leur est applicable, reflétant leur responsabilité en matière de sauvegarde

de l'intégrité et de l'image de la BCE et de maintien de l'efficacité de son fonctionnement³. Le Conseil des gouverneurs a nommé un conseiller chargé de donner des orientations s'agissant de certains aspects relatifs à l'éthique professionnelle. Le nouveau Code applicable au Conseil des gouverneurs vient compléter le Code de conduite de la Banque centrale européenne qui fournit lui-même des orientations et établit des critères de référence à l'intention du personnel de la BCE et des membres du Directoire, qui sont tous incités à maintenir une éthique professionnelle élevée dans l'accomplissement de leurs missions⁴.

La BCE a également adopté des règles détaillées destinées à prévenir l'utilisation abusive d'informations sensibles relatives aux marchés financiers (règles relatives aux délits d'initiés). Il est par conséquent interdit au personnel de la BCE et aux membres du Directoire de profiter, directement ou indirectement, des informations internes auxquelles ils ont accès en se livrant à des activités financières à titre personnel et pour compte propre, ou au titre de et pour le compte de tiers⁵. Un Conseiller pour les questions d'éthique, nommé par le Directoire, veille à une interprétation cohérente de ces règles.

L'autorité budgétaire de la BCE est exercée par le Conseil des gouverneurs, qui adopte le budget de la BCE sur proposition du Directoire. Le Comité budgétaire, instauré conformément à l'article 15 du Règlement intérieur de la BCE assiste le Conseil des gouverneurs pour les questions afférentes au

² Cf. la Charte d'audit de la Banque centrale européenne sur le site Internet de la BCE.

³ 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.

⁴ Cf. le Code de conduite de la Banque centrale européenne conforme 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.

⁵ Cf. la partie 1.2 du Règlement concernant le personnel de la BCE qui contient les règles relatives au comportement et au secret professionnels, JO C 236 du 22.08.2001, et le site Internet de la BCE.

budget de cette dernière. Il est composé de représentants de banques centrales de l'Eurosystème. Liam Barron préside ce Comité.

Afin de participer aux efforts des institutions des Communautés européennes et des États membres en matière de lutte contre la fraude et autres pratiques illégales, les structures de contrôle existant initialement au sein de la BCE ont été renforcées conformément à la Décision de la BCE sur la prévention de la fraude⁶, par la création d'un Comité antifraude indépendant. Ce Comité, qui s'est réuni deux fois en 2002, est régulièrement tenu informé par la Direction de l'audit interne de toute question ayant trait à l'accomplissement de ses missions. Le Conseil des gouverneurs a décidé de proroger le mandat initial de trois ans des actuels membres du Comité.

3.2 La gestion des ressources humaines

Les effectifs

À fin 2002, 1 109 personnes (1 105,5 en postes équivalents-temps plein) étaient employées à la BCE contre 1 043 en 2001, pour un total de 1 172,5 personnes prévues dans le budget (en postes équivalents-temps plein). Pour 2003, le budget de la BCE prévoit un effectif maximum correspondant à 1 263,5 personnes, soit une augmentation de 7,8 % par rapport à 2002.

En 2002, 135 étudiants et diplômés, ayant essentiellement une formation économique, ont bénéficié de contrats d'une durée de quatre mois en moyenne. En outre, la BCE a accueilli 44 agents de banques centrales des pays de l'UE et de pays candidats à l'adhésion pour des stages d'une durée moyenne de quatre mois environ.

Dans le cadre de son *Programme d'accueil des chargés de mission*, consacré à des projets de recherche scientifique de haut niveau dans le domaine de la politique monétaire, 20 chargés de mission ont été accueillis en 2002. En

outre, le *Programme supérieur de recherche*, destiné aux étudiants chercheurs de haut niveau en fin de doctorat, a attiré 12 participants pour une durée moyenne de trois mois.

Un *Module d'expérience professionnelle à l'extérieur* a été introduit en janvier 2003 : il permettra à des membres du personnel de la BCE d'acquérir une expérience professionnelle dans des banques centrales de pays faisant ou non partie du SEBC ou au sein d'organisations européennes ou internationales, renforçant ainsi les liens entre la BCE et ses homologues.

La politique en matière de gestion de ressources humaines

Les règles présidant à l'ajustement annuel des salaires versés au personnel de la BCE (Ajustement général des salaires) ont été revues et une nouvelle méthodologie a été mise en place à compter du 1^{er} juillet 2002. L'élément essentiel de cette méthodologie, qui s'appliquera pendant une durée de trois ans, demeure un ajustement des salaires sur la base d'une moyenne annuelle des salaires pratiqués dans un groupe d'organisations comparables, recouvrant actuellement, outre les BCN et la Banque des règlements internationaux, certaines institutions internationales et supranationales basées en Europe.

La BCE a nommé un Conseiller indépendant pour les questions sociales. Il est chargé de conseiller, à titre confidentiel, les membres du personnel sur des questions relatives aux conditions de travail et de faire office de médiateur lors de conflits. La BCE a également nommé un Conseiller indépendant qui donnera des conseils en matière d'égalité des chances au sens large, c'est-à-dire entre les sexes, les différentes nationalités, en termes d'âge etc.

6 Cf. la Décision de la Banque centrale européenne du 7 octobre 1999 concernant la prévention de la fraude (BCE/1999/5), JO L 291, 13.11.1999. Le Règlement intérieur de la Banque centrale européenne a été amendé en conséquence par un nouvel article 9a, cf. JO L 314 du 08.12.1999.

La structure de garde d'enfants et l'École européenne

Les locaux de la garderie d'enfants de la BCE ont été agrandis, avec l'ajout d'une seconde structure permanente, et offrent désormais 123 places destinées à des enfants âgés de trois mois à trois ans. Toutefois, au vu du maintien d'une forte demande, des préparatifs sont en cours en vue de l'acquisition d'une troisième structure.

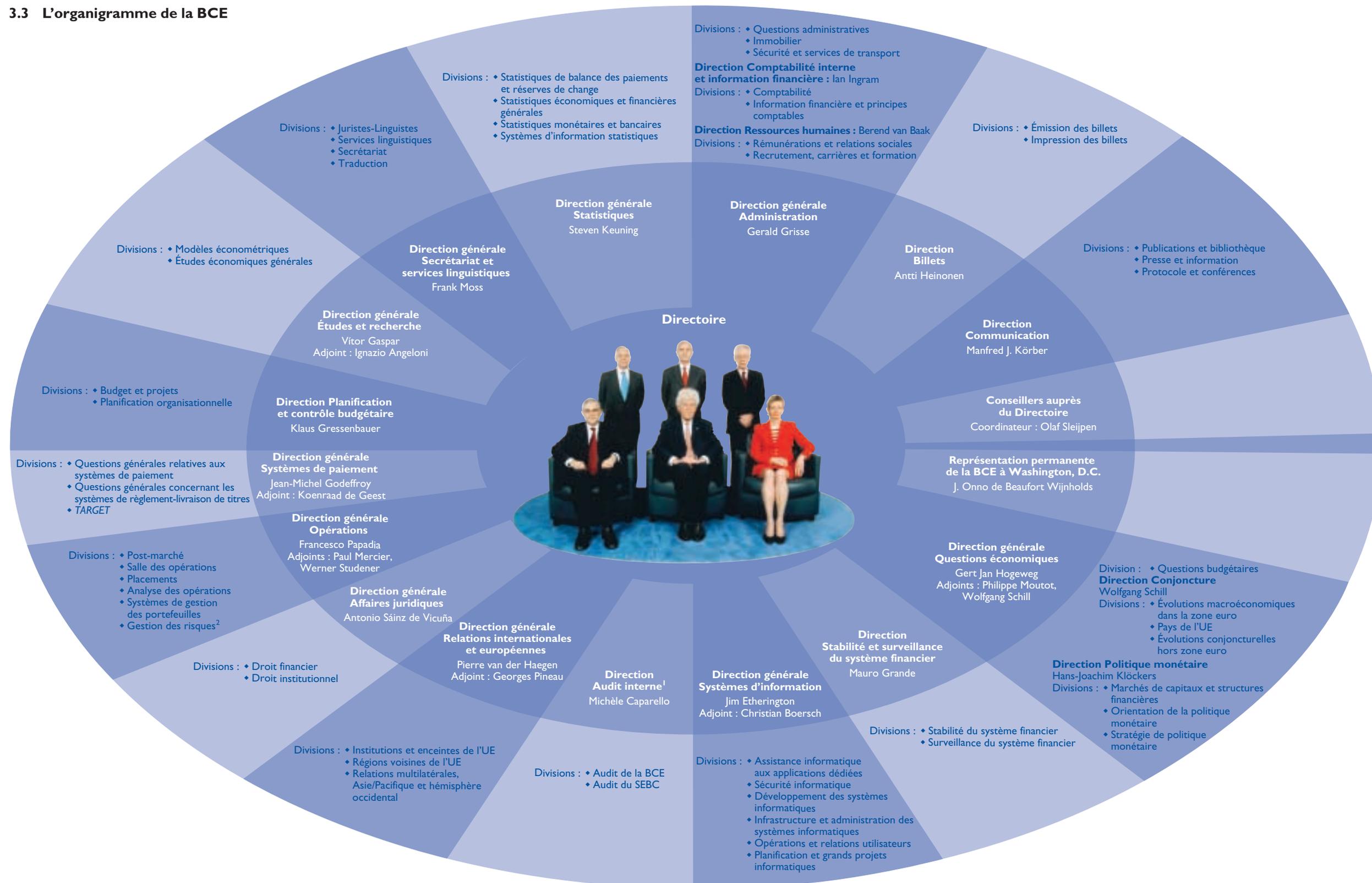
L'École européenne de Francfort a ouvert ses portes en septembre 2002 pour sa première année d'activité : elle offre cinq niveaux pour les classes primaires et deux pour les classes maternelles. Les cours se sont déroulés en 2002 dans des installations provisoires mais ont lieu depuis début 2003 dans les bâtiments définitifs. L'école comporte quatre sections linguistiques : anglais, français, allemand et italien.

Les relations sociales

Conformément au Régime applicable au personnel, la BCE consulte le Comité élu du personnel sur sa stratégie en matière de ressources humaines. Elle fait également participer le Syndicat du personnel de la BCE (*Union of the Staff of the European Central Bank, USE*) aux discussions relatives aux modifications du régime applicable au personnel.

La demande présentée par ce syndicat interne ainsi que par une organisation syndicale externe (*International and European Public Services Organisation, IPSO*) en vue de leur reconnaissance comme partenaires sociaux dans le cadre de la négociation des conventions collectives a été rejetée en première instance. Le recours formulé par l'IPSO devant la Cour de justice des Communautés européennes a été retiré par la suite.

3.3 L'organigramme de la BCE



¹ Au sein de la Direction de l'Audit interne, il a été institué une cellule antifraude, qui fera rapport, par l'intermédiaire du directeur de l'Audit interne, au comité antifraude mis en place conformément à la décision du 7 octobre 1999 de la Banque centrale européenne relative à la prévention de la fraude (BCE/1999/5).

² Pour certaines questions spécifiques, la division fait directement rapport au Directoire.

Directoire

Au premier rang :

Au second rang (de gauche à droite) :

Président : Willem F. Duisenberg (au centre) ; **Vice-président** : Lucas Papademos (à gauche) ; Sirrka Hämäläinen
Eugenio Domingo Solans ; Otmar Issing ; Tommaso Padoa-Schioppa

3.4 Les locaux de la BCE

Actuellement installée dans des bâtiments loués, la BCE a l'intention de faire construire

de nouveaux locaux. À cet effet, elle a acquis un site appartenant à la ville de Francfort et a lancé un concours international d'architecture pour son aménagement.

4 Le dialogue social au sein du SEBC

Deux réunions ont eu lieu en 2002 au titre du dialogue social au sein du SEBC. Comme lors des années précédentes, les discussions ont porté sur les billets de banque, les systèmes de paiement et la surveillance prudentielle. Les opinions exprimées par les fédérations syndicales européennes et les 31 représentants du personnel participant à ce dialogue ont été transmises au Conseil des

gouverneurs et au Conseil général. La proposition formulée par les trois fédérations syndicales européennes d'intégrer des représentants des personnels des banques centrales de pays candidats à l'adhésion avec le statut d'observateurs a été acceptée et prendra effet lors de la signature des traités d'adhésion.

5 Les Comités du SEBC

Les Comités du SEBC ont continué de jouer un rôle important dans l'accomplissement des missions de l'Eurosystème/SEBC. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les Comités du SEBC ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de prise de décision. Les Comités du SEBC se

composent généralement de représentants 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

Les Comités du SEBC 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) Manfred J. Körber	Comité de la politique monétaire (MPC) Gert Jan Hogeweg
Comité des systèmes d'information (ITC) Jim Etherington	Comité des systèmes de paiement et de règlement (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Comité des auditeurs internes (IAC) Michèle Caparello	Comité des statistiques (STC) Steven Keuning

compétents peuvent également être invités, comme les autorités de surveillance nationales dans le cas du Comité de la surveillance bancaire. Il existe actuellement

douze Comités qui ont tous été créés en application de l'article 9 du Règlement intérieur de la BCE.



L'exposition « Art contemporain du Portugal » à la BCE, le 4 décembre 2002



Vitor Constâncio, gouverneur du Banco de Portugal, et Lucas Papademos, vice-président de la BCE, inaugurant l'exposition

Chapitre XIV

Les comptes annuels de la Banque centrale européenne et le bilan consolidé de l'Eurosystème pour l'exercice 2002

Bilan au 31 décembre 2002

Actif	Numéro de rubrique de l'annexe	2002 euros	2001 euros
Avoirs et créances en or	1	8 058 187 254	7 766 265 040
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	2		
Créances sur le FMI		164 788 323	72 074 161
Créances auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		37 151 511 287	41 162 620 238
		37 316 299 610	41 234 694 399
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	2	3 047 976 497	3 636 568 460
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	3		
Comptes auprès des banques, titres et prêts		183 237 923	391 170 869
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	4	0	0
Créances intra-Eurosysteme	5		
Créances relatives à la répartition des billets en euros dans l'Eurosysteme		28 681 074 010	0
Autres créances intra-Eurosysteme (net)		5 468 478 796	9 697 303 920
		34 149 552 806	9 697 303 920
Autres actifs	6		
Immobilisations corporelles et incorporelles		112 624 758	100 585 654
Autres actifs financiers		5 529 030 465	4 516 504 313
Produits à recevoir et charges constatées d'avance		1 260 718 561	620 508 777
Divers		609 968 394	97 569 394
		7 512 342 178	5 335 168 138
Total de l'actif		90 267 596 268	68 061 170 826

Passif	Numéro de rubrique de l'annexe	2002 euros	2001 euros
Billets en circulation	7	28 681 074 010	0
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	8	1 036 000 000	1 022 000 000
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	9	227 805 777	271 375 580
Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	10	0	17 192 783
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	10		
Dépôts, comptes et autres engagements		5 192 380 656	5 840 349 099
Engagements intra-Eurosystème	11		
Engagements au titre du transfert de réserves de change		40 497 150 000	40 497 150 000
Autres engagements	12		
Charges à payer et produits constatés d'avance		1 417 939 194	1 759 319 678
Divers		75 191 137	94 122 190
		1 493 130 331	1 853 441 868
Provisions	13	2 644 780 685	2 803 216 269
Comptes de réévaluation	14	4 404 834 096	9 429 002 830
Capital et réserves	15		
Capital		4 097 229 250	4 097 229 250
Réserves		772 757 209	408 393 225
		4 869 986 459	4 505 622 475
Bénéfice de l'exercice		1 220 454 254	1 821 819 922
Total du passif		90 267 596 268	68 061 170 826

Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2002

	Numéro de rubrique de l'annexe	2002 euros	2001 euros
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises		990 618 897	1 707 431 459
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		726 917 226	0
Autres produits d'intérêt		1 965 003 344	2 271 293 068
<i>Produits d'intérêt</i>		3 682 539 467	3 978 724 527
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés		(1 140 963 789)	(1 509 312 118)
Autres charges d'intérêt		(1 547 042 623)	(1 698 022 587)
<i>Charges d'intérêt</i>		(2 688 006 412)	(3 207 334 705)
Produit net d'intérêt	19	994 533 055	771 389 822
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	20	735 425 388	1 351 881 733
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	21	(276 955 036)	(109 023 392)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change et de taux d'intérêt		154 000 000	109 023 392
Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques		612 470 352	1 351 881 733
Produit (charge) net de commissions	22	(227 158)	298 120
Autres produits	23	3 744 153	1 393 851
Total des produits nets		1 610 520 402	2 124 963 526
Charges de personnel	24 et 25	(120 003 344)	(97 288 818)
Autres charges d'exploitation	26	(133 966 576)	(185 712 394)
Amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles		(17 738 206)	(20 142 392)
Services de production des billets	27	(118 358 022)	0
Bénéfice de l'exercice		1 220 454 254	1 821 819 922

Francfort-sur-le-Main, 11 mars 2003

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Willem F. Duisenberg
Président

Les principes et méthodes comptables¹

La forme et la présentation des états financiers

Les états financiers de la Banque centrale européenne (BCE) ont été élaborés de manière à donner une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations. Ils ont été établis conformément aux principes et méthodes comptables que le Conseil des gouverneurs de la BCE estime adaptés au fonctionnement d'une banque centrale et qui sont exposés ci-après. Ces principes et méthodes sont conformes aux dispositions de l'article 26.4 des statuts du SEBC, qui imposent une approche normalisée des règles relatives aux procédures comptables et d'information de l'Eurosystème.

Les principes comptables

Les principes comptables appliqués sont les suivants : 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 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.

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 2002.

Les titres

Tous les titres de créance et autres actifs négociables sont valorisés au prix moyen du marché à la date de clôture de l'exercice. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2002, les prix moyens du marché au 30 décembre 2002 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 les moins-values réalisées sont portées au compte de résultat. La méthode

¹ Les principes et méthodes comptables de la BCE sont exposés de manière détaillée dans une décision du Conseil des gouverneurs de la BCE du 5 décembre 2002 (BCE/2002/111), JO L 58, 03.03.2002. Cette décision est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2003 mais s'applique également à l'établissement du bilan annuel et du compte de résultat de la BCE pour l'exercice clos le 31 décembre 2002. Les révisions apportées aux principes et méthodes comptables des années précédentes ne sont pas importantes.

du prix moyen pondéré est utilisée sur une base quotidienne pour évaluer le coût d'acquisition de chaque élément. En cas de moins-value latente en fin d'année, le coût moyen est diminué en fonction du cours de change et/ou de la valeur de marché de l'élément concerné en fin d'année.

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 de l'or.

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

Les opérations de cession temporaire effectuées sous forme de mises en pension sont enregistrées au bilan comme des dépôts garantis par des titres. Le bilan fait apparaître au passif les dépôts et à l'actif la valeur des titres utilisés comme garantie. Les titres vendus dans le cadre d'un accord de ce type restent inscrits au bilan de la BCE et sont valorisés conformément aux règles du portefeuille dont ils sont issus. Les mises en pension qui portent sur des titres libellés en monnaie étrangère n'ont pas d'incidence sur le coût moyen de la position de cette devise.

Les prises en pension sont recensées à l'actif du bilan comme prêt garanti, pour le montant du prêt. Les titres acquis en vertu de tels accords ne sont pas réévalués.

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 au poste correspondant que dans le cas où la garantie est fournie par l'emprunteur sous forme d'espèces pendant toute la durée de l'opération. En 2002, la BCE n'a pas reçu de garanties sous cette forme sur toute la durée d'une telle opération.

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 contrats à terme sur taux d'intérêt sont comptabilisés à la date d'opération dans des comptes hors bilan. Les appels de marge quotidiens sont enregistrés au bilan. Les moins-values latentes portées au compte de résultat en fin d'année ne sont pas contre-passées, les années suivantes, par des plus-values latentes, à moins que l'instrument ne soit liquidé ou échu.

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 transactions intra-SEBC sont des opérations transfrontière réalisées entre deux banques centrales de l'UE. Elles sont

principalement traitées via le système *Target*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 compensés par novation 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 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-SEBC résultant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème figurent sous la forme d'un actif net unique dans le poste « Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. le paragraphe intitulé *Billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

Les soldes intra-SEBC des BCN n'appartenant pas à la zone euro auprès de la BCE figurent dans les « engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ».

Le traitement des immobilisations corporelles et incorporelles

Les immobilisations corporelles, à l'exception des terrains, sont valorisées à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. Les terrains sont enregistrés à leur coût d'acquisition. La méthode de calcul appliquée est celle de l'amortissement linéaire, celui-ci partant du trimestre qui suit l'acquisition et s'étalant sur la durée de vie estimée de l'actif, à savoir :

- ordinateurs, matériel et logiciels informatiques connexes, véhicules : quatre ans ;
- matériel, mobilier et équipement : dix ans ;
- immeubles et dépenses immobilisées : vingt-cinq ans.

Dans le cas des immeubles et des dépenses immobilisées liées aux locaux actuels de la BCE, la période d'amortissement a été réduite afin de garantir que ces actifs soient passés en totalité en charge à fin 2008, date à laquelle la BCE devrait s'être installée dans ses locaux définitifs. Cette modification affectera les comptes annuels principalement à compter de 2003.

Les immobilisations dont le coût est inférieur à 10 000 euros sont passées en totalité en charge l'année de leur acquisition.

Le plan de retraite de la BCE

La BCE gère un régime de retraite à cotisations définies. Les actifs de ce plan, dont l'unique objectif est de verser des pensions aux participants à ce dispositif et à leurs ayants droit, sont inclus dans les autres actifs de la BCE et sont identifiés séparément. 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, ont émis des billets de banque en euros à partir du 1^{er} janvier 2002³. La valeur totale des billets

² Target est le Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel (cf. chapitre VIII).

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

en euros en circulation est répartie 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 dans le poste « Billets en circulation ». La part allouée à la BCE est adossée à des créances sur les BCN. Ces créances, qui sont rémunérées⁵, figurent dans la sous-rubrique « Créances intra-Eurosystème : créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. le paragraphe intitulé *Les soldes intra-SEBC* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables). Les produits d'intérêt de ces créances sont inclus dans le poste « Produit net d'intérêt ». Le Conseil des gouverneurs a décidé que ces revenus seraient versés de manière distincte aux BCN, sous forme d'un acompte sur dividende⁶. 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 par la BCE à l'occasion de l'émission et du traitement des billets en euros. Au titre de 2002, un acompte sur dividende a été versé le deuxième jour ouvré de 2003. À compter de 2003, ces acomptes sur dividende seront versés après la fin de chaque trimestre.

Divers

Le Directoire de la BCE estime que, compte tenu du fait que celle-ci est une banque centrale, 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 PricewaterhouseCoopers GmbH en tant qu'auditeur externe de la BCE pour l'exercice clos le 31 décembre 2002.

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/2001/116), JO L 337, 20.12.2001

6 Décision de la BCE du 21 novembre 2002 concernant la distribution aux banques centrales des États membres participants du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation (BCE/2002/19), JO L 323, 28.11.2002

Annexe au bilan

1 Avoirs et créances en or

La BCE détient 24,7 millions d'onces d'or fin (24,7 millions d'onces en 2001). Aucune transaction sur or n'a été effectuée en 2002. Le mouvement de bilan est dû au processus trimestriel de revalorisation (cf. *Les actifs et passifs en or et en devises* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

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 2002. 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 actifs en devises (cf. *Les actifs et passifs en or et en devises* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises

Créances en devises sur des résidents de la zone euro

Ces créances sont constituées de comptes ouverts auprès des banques étrangères, de prêts libellés en devises étrangères et de placements sous forme de titres, libellés en dollars des États-Unis et en yens.

3 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro

Au 31 décembre 2002, ces créances sont constituées de dépôts bancaires auprès de non-résidents de la zone euro.

4 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro

Tous les titres libellés en euros émis par les résidents de la zone euro et détenus par la BCE constituent une contrepartie directe du poste capital et réserves de la BCE. La BCE a décidé de reclasser ces avoirs dans un portefeuille spécial, qui est désormais inclus dans la rubrique « Autres actifs financiers ». Le solde comparable au 31 décembre 2001 a été reclassé en conséquence.

5 Créances intra-Eurosystème

Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème

Cette rubrique recouvre les créances de la BCE vis-à-vis des BCN de la zone euro relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. *Les billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

Autres créances intra-Eurosystème (nettes)

Cette rubrique recouvre les soldes constitués à l'occasion de l'utilisation du système *Target* par les banques centrales de la zone euro vis-à-vis de la BCE ainsi que les acomptes sur dividende versés par la BCE au titre du revenu relatif aux billets (cf. *Les billets en circulation* et *Les soldes intra-SEBC* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

	2002 euros	2001 euros
Sommes dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de <i>Target</i>	56 546 091 330	66 908 187 928
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de <i>Target</i>	(50 471 612 534)	(57 210 884 008)
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de l'acompte sur dividende de la BCE relatif aux billets	(606 000 000)	0
Solde net	5 468 478 796	9 697 303 920

6 Autres actifs

Immobilisations corporelles et incorporelles

Au 31 décembre 2002, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	Valeur nette comptable au 31 décembre 2002 euros	Valeur nette comptable au 31 décembre 2001 euros
Terrains et immeubles	51 496 140	39 288 068
Ordinateurs	33 522 388	28 703 744
Matériel, mobilier, équipement et véhicules	2 575 083	4 492 005
Immobilisations en cours	9 092 185	8 077 125
Autres immobilisations corporelles	15 938 962	20 024 712
Total	112 624 758	100 585 654

La principale augmentation, qui apparaît dans la rubrique « Terrains et immeubles », concerne les dépenses immobilisées au titre des installations de la BCE sur ses deux sites d'implantation, l'Eurotower et l'Eurotheum.

Autres actifs financiers

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes.

- (a) Des titres en euros émis par les résidents de la zone euro, évalués à 5,4 milliards d'euros (4,4 milliards en 2001, cf. note 4).

- (b) Le portefeuille-titres du plan de retraite de la BCE, évalué à 61,9 millions d'euros (53,9 millions en 2001). Les actifs détenus à ce titre représentent la contrepartie des cotisations de retraite cumulées versées par la BCE et le personnel au 31 décembre 2002 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. La valeur des actifs détenus par le plan est fondée sur une valorisation par un gestionnaire de fonds externe, à partir des prix de marché en fin d'année.
- (c) La BCE détient 3 000 actions de la Banque des règlements internationaux qui sont comptabilisées au coût d'acquisition de 38,5 millions d'euros.

Produits à recevoir et charges constatées d'avance

Cette rubrique comprend les intérêts courus, à hauteur de 727 millions d'euros, sur les créances de la BCE au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. *Les billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables). Le reste de ce solde est composé principalement d'intérêts courus sur des titres et autres actifs financiers.

Divers

L'augmentation de ce poste en 2002 est essentiellement due à l'engagement du versement de l'acompte sur dividende de la BCE relatif aux billets (cf. *Les billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables, et la note 5 précédente).

7 Billets en circulation

Cette rubrique recouvre la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation (cf. *Les billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

8 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro

Cette rubrique comprend les dépôts effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) en vue de constituer des garanties auprès de la BCE pour les règlements effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro par l'intermédiaire du système *Target*.

9 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro

Ces engagements représentent principalement les soldes des comptes ouverts auprès de la BCE par les banques centrales nationales de pays ne participant pas à la zone euro provenant d'opérations effectuées par l'intermédiaire du système *Target* (cf. *Les soldes intra-SEBC* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

10 Engagements en devises envers des résidents et des non-résidents de la zone euro

Cette rubrique retrace 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.

11 Engagements intra-Eurosystème

Cette rubrique représente les engagements vis-à-vis de BCN de la zone euro provenant du transfert des avoirs de réserve de change à

la BCE. Au départ, les engagements ont été libellés en euros sur une base fixe déterminée par la valeur des actifs au moment de leur transfert et 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. Annexe au compte de résultat, note 19).

	Clé de répartition du capital	
	%	euros
Banque nationale de Belgique	2,8658	1 432 900 000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12 246 750 000
Banque de Grèce	2,0564	1 028 200 000
Banco de España	8,8935	4 446 750 000
Banque de France	16,8337	8 416 850 000
Central Bank of Ireland	0,8496	424 800 000
Banca d'Italia	14,8950	7 447 500 000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74 600 000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2 139 000 000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1 179 700 000
Banco de Portugal	1,9232	961 600 000
Suomen Pankki – Banque de Finlande	1,3970	698 500 000
Total	80,9943	40 497 150 000

12 Autres engagements

Cette rubrique comprend essentiellement les intérêts dus aux BCN au titre de leurs créances relatives aux réserves de change transférées (cf. note 11). Les engagements de la BCE au titre du fonds de pension d'un montant de 61,9 millions d'euros (53,9 millions en 2001) et les autres charges constatées d'avance figurent également dans cette rubrique.

13 Provisions

Compte tenu de l'exposition importante de la BCE aux risques de change et de taux d'intérêt et du montant de ses réserves de réévaluation, une provision générale contre

ces risques a été constituée. Le montant de cette provision et l'obligation de la maintenir sont revus chaque année, en fonction de l'évaluation par la BCE de son exposition future aux risques de change et de taux d'intérêt.

Cette rubrique comprend également les provisions de nature administrative liées 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. La diminution de ces soldes est due essentiellement à la dépréciation du dollar des États-Unis vis-à-vis de l'euro (cf. *Les actifs et passifs en or et devises* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

	2002 euros	2001 euros
Or	1 983 835 491	1 691 913 278
Devises étrangères	1 682 723 875	7 428 130 700
Titres	738 274 730	308 958 852
Total	4 404 834 096	9 429 002 830

15 Capital et réserves

Capital

Les souscriptions au capital de la BCE de 5 milliards d'euros entièrement libérées par les BCN de la zone euro s'élèvent à un total de 4 049 715 000 euros et sont ventilées de la manière suivante :

	Clé de répartition du capital %		euros
Banque nationale de Belgique	2,8658		143 290 000
Deutsche Bundesbank	24,4935		1 224 675 000
Banque de Grèce	2,0564		102 820 000
Banco de España	8,8935		444 675 000
Banque de France	16,8337		841 685 000
Central Bank of Ireland	0,8496		42 480 000
Banca d'Italia	14,8950		744 750 000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492		7 460 000
De Nederlandsche Bank	4,2780		213 900 000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594		117 970 000
Banco de Portugal	1,9232		96 160 000
Suomen Pankki – Banque de Finlande	1,3970		69 850 000
Total	80,9943		4 049 715 000

Les contributions des BCN hors zone euro, équivalentes à 5 % du montant qui serait exigible si ces pays participaient à l'Union monétaire, se chiffrent à un total de 47 514 250 euros, réparti de la manière suivante :

	Clé de répartition du capital %		euros
Danmarks Nationalbank	1,6709		4 177 250
Sveriges Riksbank	2,6537		6 634 250
Bank of England	14,6811		36 702 750
Total	19,0057		47 514 250

Ces montants représentent les contributions aux coûts de fonctionnement encourus par la BCE en liaison avec les missions accomplies au profit des BCN hors zone euro. Ces BCN hors zone euro ne sont pas tenues, tant qu'elles n'ont pas rejoint l'Eurosystème, de libérer leurs souscriptions au capital au-delà des montants déjà décidés. Elles n'ont aucun droit sur les bénéfices distribuables de la BCE, y compris ceux provenant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

Réserves

Conformément à l'article 33 des statuts du SEBC et à la décision du Conseil des gouverneurs du 21 mars 2002, un montant de 364 millions d'euros du bénéfice net pour l'exercice s'achevant le 31 décembre 2001 a été transféré au fonds de réserve générale.

16 Programme automatique de gestion de prêts de titres

Dans le cadre de la gestion des fonds propres de la BCE, la BCE est partie à 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 2002 des opérations de cession temporaire conduites dans le cadre d'accords de mise et de prise en pension, pour un montant équivalent à 1,4 milliard d'euros (1,6 milliard en 2001) (cf. *Les opérations de pension* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

17 Contrats à terme de taux d'intérêt

En 2002, 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 2002, l'encours des transactions, comptabilisées en valeur nominale s'élevait à :

Contrats à terme de taux d'intérêt libellés en devises	Montant du contrat en contre-valeur euros
Achats	1 130 775 475
Ventes	682 464 004

18 Engagements en capital

Le 5 mars 2002, la BCE et la ville de Francfort-sur-le-Main ont signé un contrat pour l'acquisition d'un site destiné aux futurs locaux de la BCE. Sur la base d'une zone prédéterminée de surface de construction, le prix minimum d'achat a été fixé à 61,4 millions d'euros, payables par tranches, avant le 31 décembre 2004 au plus tard, date du transfert juridique de propriété à la BCE.

Annexe au compte de résultat

19 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 :

	2002 euros	2001 euros
Intérêts bruts acquis au titre des avoirs de réserve en devises	1 060 990 318	1 851 694 324
Charges d'intérêt liées aux engagements au titre des avoirs de réserve en devises	(70 371 421)	(144 262 865)
Intérêts acquis au titre des avoirs de réserve en devises (nets)	990 618 897	1 707 431 459

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 (cf. *Les billets en circulation* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables). 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.

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.

Hors les « *produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème* », les produits nets d'intérêt ont baissé par rapport à 2001, essentiellement en raison du recul des taux d'intérêt américains et de la zone euro au cours de l'année.

20 Plus/moins values réalisées sur opérations financières

Les plus-values réalisées résultent des cessions de titres dans le cadre d'opérations normales de gestion de portefeuille. Aucune sortie notable de devises n'a été enregistrée en 2002.

21 Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change

Cette charge résulte presque intégralement de l'ajustement du coût d'acquisition des avoirs en yens et en DTS de la BCE à leur taux de change de fin d'année, au 31 décembre 2002, pour prendre en compte la dépréciation de ces monnaies vis-à-vis de l'euro durant l'année (cf. *Les modalités d'enregistrement des produits* dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

22 Produit (charge) net de commissions

Cette rubrique correspond au solde des produits et charges présentés dans le tableau suivant. Les produits proviennent des pénalités imposées aux établissements de crédit pour manquement aux obligations en

matière de constitution de réserves obligatoires.

	2002 euros	2001 euros
Commissions (Produits)	634 241	931 206
Commissions (Charges)	(861 399)	(633 086)
Produit (Charge) net de commissions	(227 158)	298 120

23 Autres produits

Les divers produits perçus durant l'année proviennent essentiellement de la reprise de provisions administratives devenues sans objet.

24 Charges de personnel

Les traitements et indemnités (92,6 millions d'euros, après 82,4 millions en 2001) et les cotisations de l'employeur aux régimes de retraite et d'assurance maladie et accidents figurent dans ce poste. Les émoluments versés au Directoire de la BCE se sont élevés à 2 millions d'euros contre 1,9 million en 2001. Les anciens membres du Directoire ou leurs ayants droit n'ont perçu aucune retraite au cours de l'année. Le régime des traitements et indemnités, y compris les émoluments des titulaires de postes de direction, est calqué pour l'essentiel sur celui des Communautés européennes auquel il est donc comparable.

Le dernier jour ouvré de 2002, la BCE employait 1 105 personnes dont 79 à des postes de direction. L'effectif moyen du personnel permanent employé par la BCE en 2002 était de 1 080 personnes, contre 997 en 2001. Durant l'exercice sous revue, 113 agents supplémentaires ont été employés, et 51 membres du personnel ont cessé de travailler à la BCE.

25 Le plan de retraite de la BCE

Conformément aux règles du régime de la BCE, une valorisation actuarielle triennale complète est nécessaire. La dernière valorisation actuarielle a été réalisée le 31 décembre 2001, à l'aide de la méthode *Projected Unit Credit Method*, basée sur un niveau minimum d'engagements égal aux sommes forfaitaires en numéraire à verser aux membres en fin de contrat.

Le coût des retraites lié à ce plan est évalué conformément aux conseils d'un actuairiste 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 27,4 millions d'euros (14,9 millions en 2001). Cette somme comprend une provision de 2,1 millions d'euros au titre des retraites des membres du Directoire (0,7 million en 2001) et des cotisations supplémentaires. Sur la base des résultats de l'actuaire, la BCE a apporté une contribution supplémentaire de 10,5 millions d'euros en 2002. Dans 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.

26 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.

La baisse sensible des charges d'exploitation par rapport à l'année précédente est essentiellement due au fait que, en 2001, des commissions supplémentaires avaient été versées à des consultants externes en liaison avec la Campagne d'information Euro 2002.

27 Services de production des billets

En 2001, les coûts liés, dans le cadre du dispositif de passage à l'euro fiduciaire, à la constitution du stock stratégique de billets en euros pour l'Eurosystème avaient été immobilisés en attendant le transfert de ce stock aux BCN sur la base du prix de revient. Suite à une décision du Conseil des gouverneurs de la BCE prise après le passage à l'euro fiduciaire, selon laquelle le stock résiduel de billets devait constituer le noyau d'un stock stratégique de l'Eurosystème, ces

coûts, ainsi que ceux engagés en 2002, ont été comptabilisés en charges. Les autres coûts résultant de la création d'un stock stratégique de l'Eurosystème ont été supportés directement par les BCN.

Le Conseil des gouverneurs a décidé que l'acompte sur dividende versé par la BCE au titre des revenus résultant de la répartition de billets en euros au sein de l'Eurosystème devrait être réduit du montant des charges supportées.

Au président et au Conseil des gouverneurs
de la Banque centrale européenne

Francfort-sur-le-Main

Nous avons vérifié les comptes financiers ci-joints de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2002. L'établissement de ces comptes est du ressort du Directoire de la Banque centrale européenne. Il est de notre responsabilité de formuler un avis sur ces comptes annuels à partir de notre vérification.

Notre travail a été effectué conformément aux normes internationales de la profession. Ces normes exigent que notre vérification soit organisée et réalisée de manière à acquérir l'assurance suffisante que les comptes annuels ne comportent pas d'erreur matérielle. Une vérification comporte l'examen, par sondage, des documents se rapportant aux montants et aux indications figurant dans les comptes annuels. Elle consiste aussi à porter une appréciation sur les principes comptables et les estimations essentielles retenus lors de l'élaboration de ces comptes, ainsi qu'à évaluer la présentation de l'ensemble des comptes annuels. Les éléments recueillis au cours de cette vérification nous paraissent de nature à fonder notre appréciation.

À notre avis, les états financiers ci-joints, qui ont été établis selon les règles comptables exposées dans la première partie des annexes aux comptes de la Banque centrale européenne, donnent une image fidèle de la situation financière de cette institution au 31 décembre 2002 et des résultats de l'exercice s'achevant à cette date.

Francfort-sur-le-Main, 12 mars 2003

PricewaterhouseCoopers

GmbH
Cabinet d'audit

[Signé]
(Wagener)
Commissaire aux comptes

[Signé]
(Roennberg)
Commissaire aux comptes

Annexe relative à l'affectation des bénéfices

Cette annexe ne fait pas partie des états financiers de la BCE pour l'année 2002. Elle est publiée dans le *Rapport annuel* uniquement à titre d'information.

Répartition des bénéfices

Revenu lié à l'émission de billets par la BCE

À la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs le 19 décembre 2002, un montant de 606 millions d'euros, représentant une partie du revenu lié à la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation, a été distribué aux BCN le 3 janvier 2003, conformément à leurs parts respectives dans le capital de la BCE.

Affectation au fonds de réserve générale

Conformément à l'article 33 des statuts du SEBC, le bénéfice net de la BCE doit être transféré dans l'ordre suivant :

- un montant à déterminer par le Conseil des gouverneurs, qui ne peut dépasser 20 % du bénéfice net, est transféré au fonds de réserve générale dans la limite de 100 % du capital ;

- le solde est distribué aux détenteurs de parts de la BCE proportionnellement aux parts de capital qu'ils ont libérées.

Conformément à cet article, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 20 mars 2003, de ne pas effectuer de transfert au fonds de réserve générale et de répartir le solde, d'un montant de 614 millions d'euros, entre les BCN de la zone euro proportionnellement aux parts de capital qu'elles ont libérées.

Les BCN ne participant pas à la zone euro ne peuvent percevoir aucune part du bénéfice distribuable de la BCE.

	2002 euros	2001 euros
Bénéfice de l'exercice	1 220 454 254	1 821 819 922
Revenu monétaire	(606 000 000)	0
Bénéfice de l'exercice après distribution du revenu monétaire	614 454 254	1 821 819 922
Affectation au fonds de réserve générale	0	(364 363 984)
Bénéfice distribuable	614 454 254	1 457 455 938
Bénéfice distribué aux BCN	(614 454 254)	(1 457 455 938)
Total	0	0

Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2002

(en millions d'euros)

Actif	31 décembre 2002	31 décembre 2001
1 Avoirs et créances en or	130 739	126 801
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	234 486	264 986
2.1 Créances sur le FMI	31 305	32 008
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	203 181	232 978
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	19 823	24 804
4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	4 190	5 707
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	4 190	5 707
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	227 654	203 597
5.1 Opérations principales de refinancement	180 000	142 000
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	45 000	60 000
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	2 621	1 573
5.6 Appels de marge versés	33	24
6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	147	488
7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro*	27 828	24 417
8 Créances en euros sur des administrations publiques	44 486	67 722
9 Autres actifs	105 808	95 567
Total	795 161	814 089

En raison des arrondis, les totaux et les sous-totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes.

* Les mouvements sont dus en partie à une modification des principes comptables de la BCE, expliquée en détail dans la note 4 de l'annexe au bilan.

Passif	31 décembre 2002	31 décembre 2001
1 Billets en circulation	371 866	269 558
2 Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	133 565	148 072
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	133 495	147 580
2.2 Facilité de dépôt	70	488
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0
2.4 Cessions temporaires de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	0	4
3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	15	37 159
4 Certificats de dette émis	2 029	2 939
5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	46 197	51 277
5.1 Engagements envers des administrations publiques	41 123	44 970
5.2 Autres engagements	5 074	6 307
6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	8 813	9 446
7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	1 125	2 524
8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	18 588	20 227
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	18 588	20 227
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	6 340	6 967
10 Autres passifs	59 702	77 181
11 Comptes de réévaluation	82 615	125 397
12 Capital et réserves	64 306	63 342
Total	795 161	814 089

Instruments juridiques adoptés par la Banque centrale européenne en 2002

Cette liste présente les instruments juridiques à caractère contraignant, qui ont été adoptés par la BCE en 2002 et publiés au Journal Officiel des Communautés européennes¹. Les personnes intéressées peuvent se procurer ces textes, ainsi que les autres instruments juridiques adoptés par la BCE et publiés au Journal officiel des Communautés européennes, auprès de l'Office des publications officielles des

Communautés européennes. Une liste des instruments juridiques adoptés par la BCE depuis sa création est disponible sur le site Internet de la BCE (www.ecb.int).

1) Conformément au point 38 de l'article 2 du traité de Nice, qui modifie l'article 254 du Traité instituant la Communauté européenne, le Journal officiel des Communautés européennes est devenu, à l'entrée en vigueur du traité de Nice, le Journal officiel de l'Union européenne.

Numéro	Titre	Publication
BCE/2002/1	Orientation de la Banque centrale européenne du 27 février 2002 portant modification de l'orientation BCE/2001/3 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (<i>Target</i>)	JO L 67, 09.03.2002
BCE/2002/2	Orientation de la Banque centrale européenne du 7 mars 2002 portant modification de l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 185, 15.07.2002
BCE/2002/3	Règlement de la Banque centrale européenne du 18 avril 2002 modifiant le règlement BCE/1998/15 concernant l'application de réserves obligatoires	JO L 106, 23.04.2002
BCE/2002/4	Règlement de la Banque centrale européenne du 6 juin 2002 rectifiant le règlement BCE/2001/13 concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires	JO L 151, 11.06.2002
BCE/2002/5	Orientation de la Banque centrale européenne du 30 juillet 2002 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 220, 15.08.2002
BCE/2002/6	Orientation de la Banque centrale européenne du 26 septembre 2002 relative aux normes minimales applicables à la Banque centrale européenne et aux banques centrales nationales lors de la conduite des opérations de politique monétaire et des opérations de change effectuées avec les réserves de change de la BCE et lors de la gestion des avoirs de réserve de change de la BCE	JO L 270, 08.10.2002
BCE/2002/7	Orientation de la Banque centrale européenne du 21 novembre 2002 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de comptes financiers trimestriels	JO L 334, 11.12.2002
BCE/2002/8	Règlement de la Banque centrale européenne du 21 novembre 2002 modifiant le règlement BCE/2001/13 concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires	JO L 330, 06.12.2002
BCE/2002/9	Décision de la Banque centrale européenne du 21 novembre 2002 concernant la distribution aux banques centrales nationales des États membres participants du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation	JO L 323, 28.11.2002

Numéro	Titre	Publication
BCE/2002/10	Orientation de la Banque centrale européenne du 5 décembre 2002 concernant le cadre juridique des procédures comptables et d'information financière dans le Système européen de banques centrales	JO L 58, 03.03.2003
BCE/2002/11	Décision de la Banque centrale européenne du 5 décembre 2002 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne	JO L 58, 03.03.2003
BCE/2002/12	Décision de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2002 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2003	JO L 358, 31.12.2002
BCE/2002/13	Recommandation de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2002 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation des commissaires aux comptes extérieurs de la Banque centrale européenne et de la Suomen Pankki	JO C 331, 31.12.2002

Documents publiés par la Banque centrale européenne

Cette liste est destinée à informer les lecteurs d'une sélection de documents publiés par la Banque centrale européenne. 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 l'Institut monétaire européen peut être obtenue en visitant le site Internet de la BCE (www.ecb.int).

Rapport annuel

Rapport annuel 1998, avril 1999

Rapport annuel 1999, avril 2000

Rapport annuel 2000, mai 2001

Rapport annuel 2001, avril 2002

Rapport sur la convergence

Rapport 2000 sur la convergence, mai 2000

Rapport 2002 sur la convergence, mai 2002

Bulletin mensuel ¹⁾

Articles publiés depuis janvier 1999 :

- « La zone euro au début de la phase III », janvier 1999
- « La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème », janvier 1999
- « Les agrégats monétaires de la zone euro et leur rôle pour la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème », février 1999
- « Le rôle des indicateurs économiques à court terme dans l'analyse de l'évolution des prix au sein de la zone euro », avril 1999
- « L'activité bancaire dans la zone euro : les caractéristiques et les tendances structurelles », avril 1999
- « Le cadre opérationnel de l'Eurosystème : description et première évaluation », mai 1999
- « La mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance », mai 1999
- « Les évolutions à long terme et les variations cycliques des principaux indicateurs économiques dans les pays de la zone euro », juillet 1999
- « Le cadre institutionnel du Système européen de banques centrales », juillet 1999
- « Le rôle international de l'euro », août 1999
- « Les bilans des institutions financières monétaires de la zone euro au début de 1999 », août 1999
- « Les écarts d'inflation dans une union monétaire », octobre 1999
- « Les préparatifs du SEBC en vue du passage à l'an 2000 », octobre 1999

¹⁾ La version française du Bulletin mensuel de la BCE peut être obtenue auprès du service Relations avec le public de la Banque de France. Elle est également disponible sur le site Internet www.banque-france.fr. Elle peut aussi être obtenue auprès de la Banque nationale de Belgique, service de la documentation.

- « Les politiques axées sur la stabilité et les évolutions des taux d'intérêt réels à long terme dans les années quatre-vingt-dix », novembre 1999
- « Target et les paiements en euros », novembre 1999
- « Les instruments juridiques de la Banque centrale européenne », novembre 1999
- « La zone euro un an après l'introduction de l'euro : principales caractéristiques et modifications de la structure financière », janvier 2000
- « Les réserves de change et les opérations de l'Eurosystème », janvier 2000
- « L'Eurosystème et le processus d'élargissement de l'UE », février 2000
- « Le processus de concentration des infrastructures de règlement de titres », février 2000
- « Les taux de change effectifs nominaux et réels de l'euro », avril 2000
- « L'UEM et la surveillance bancaire », avril 2000
- « Les informations contenues dans les taux d'intérêt et les instruments dérivés de taux pour la politique monétaire », mai 2000
- « Les évolutions et les caractéristiques structurelles des marchés du travail de la zone euro », mai 2000
- « Le passage à la procédure d'appels d'offres à taux variable pour les opérations principales de refinancement », juillet 2000
- « La transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro », juillet 2000
- « Le vieillissement de la population et la politique budgétaire dans la zone euro », juillet 2000
- « Indicateurs de prix et de coûts pour la zone euro : vue d'ensemble », août 2000
- « Le commerce extérieur de l'économie de la zone euro : principales caractéristiques et tendances récentes », août 2000
- « PIB potentiel et écart de production : concepts, utilisations et évaluations », octobre 2000
- « Les relations de la BCE avec les institutions et organes de la Communauté européenne », octobre 2000
- « Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE », novembre 2000
- « Les questions liées à l'émergence de la monnaie électronique », novembre 2000
- « La zone euro après l'entrée de la Grèce », janvier 2001
- « L'élaboration de la politique monétaire face à l'incertitude », janvier 2001
- « Les relations de la BCE avec les organisations et enceintes internationales », janvier 2001
- « Les caractéristiques du mode de financement des entreprises dans la zone euro », février 2001
- « Vers une uniformisation du niveau des services pour les paiements de masse dans la zone euro », février 2001
- « La communication externe de la Banque centrale européenne », février 2001
- « L'établissement de statistiques économiques générales pour la zone euro », avril 2001
- « Le dispositif de garanties de l'Eurosystème », avril 2001
- « L'introduction des billets et des pièces en euros », avril 2001
- « Le cadre et les instruments d'analyse monétaire », mai 2001
- « Le nouveau régime d'adéquation des fonds propres des banques – le point de vue de la BCE », mai 2001
- « Le financement et les placements financiers des agents non financiers de la zone euro », mai 2001
- « Les nouvelles technologies et la productivité au sein de la zone euro », juillet 2001
- « Les indicateurs mesurant l'inflation sous-jacente dans la zone euro », juillet 2001
- « Les politiques budgétaires et la croissance économique », août 2001
- « Les réformes des marchés de produits dans la zone euro », août 2001
- « Le processus de consolidation de la compensation avec contrepartie centrale dans la zone euro », août 2001
- « Les problèmes soulevés par les règles de politique monétaire », octobre 2001

- « Le comportement en matière de soumission des contreparties aux opérations d'*open market* de l'Eurosystème », octobre 2001
- « Le passage à l'euro fiduciaire sur les marchés situés en dehors de la zone euro », octobre 2001
- « Les informations fournies par les indicateurs composites du cycle conjoncturel de la zone euro », novembre 2001
- « Le cadre de politique économique de l'UEM », novembre 2001
- « Les fondamentaux économiques et le taux de change de l'euro », janvier 2002
- « La préparation des billets en euros : du basculement à la phase ultérieure », janvier 2002
- « Le marché des actions et la politique monétaire », février 2002
- « Les évolutions récentes de la coopération internationale », février 2002
- « Le jeu des stabilisateurs budgétaires automatiques dans la zone euro », avril 2002
- « Le rôle de l'Eurosystème dans les systèmes d'échange et de règlement », avril 2002
- « Les améliorations apportées aux statistiques de bilan et de taux d'intérêt des institutions financières monétaires », avril 2002
- « La gestion de la liquidité par la BCE », mai 2002
- « La coopération internationale en matière de surveillance prudentielle », mai 2002
- « Les conséquences du passage à l'euro fiduciaire sur l'évolution des billets et pièces en circulation », mai 2002
- « Les caractéristiques du cycle conjoncturel de la zone euro dans les années quatre-vingt-dix », juillet 2002
- « Le dialogue entre l'Eurosystème et les pays candidats à l'adhésion à l'UE », juillet 2002
- « Les évolutions des flux d'investissements directs et de portefeuille dans la balance des paiements de la zone euro », juillet 2002
- « La convergence des prix et la concurrence dans la zone euro », août 2002
- « Les évolutions récentes de l'activité et des risques dans le secteur bancaire de la zone euro », août 2002
- « L'épargne, le financement et l'investissement au sein de la zone euro », août 2002
- « Les conclusions récentes sur la transmission de la politique monétaire dans la zone euro », octobre 2002
- « Les principales caractéristiques du marché des pensions dans la zone euro », octobre 2002
- « La responsabilité de la BCE », novembre 2002
- « La transparence de la politique monétaire de la BCE », novembre 2002
- « La structure de la croissance de l'emploi dans la zone euro au cours des dernières années », novembre 2002
- « La demande de monnaie fiduciaire dans la zone euro et l'incidence du passage à l'euro fiduciaire », janvier 2003
- « Le système CLS : finalité, concept et implications », janvier 2003
- « Les interactions entre la politique monétaire et les politiques budgétaires dans la zone euro », février 2003
- « Les régimes de change dans les économies émergentes », février 2003

Études concernant des sujets spécifiques

- 1 "The impact of the euro on money and bond markets" par J. Santillán, M. Bayle et C. Thygesen, juillet 2000
- 2 "The effective exchange rates of the euro" par L. Buldorini, S. Makrydakis et C. Thimann, février 2002
- 3 "Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth" par C. Brand, D. Gerdesmeier et B. Roffia, mai 2002

- 4 “Labour force developments in the euro area since the 1980s” par V. Genre et R. Gómez-Salvador, juillet 2002
- 5 “The evolution of clearing and central counterparty services for exchange – traded derivatives in the United States and Europe: a comparison” par D. Russo, T. L. Hart et A. Schönenberger, septembre 2002
- 6 “Banking integration in the euro area” par I. Cabral, F. Dierick et J. Vesala, décembre 2002
- 7 “Economic relations with regions neighbouring the euro area in the ‘Euro Time Zone’” par F. Mazzaferro, A. Mehl, M. Sturm, C. Thimann et A. Winkler, décembre 2002

Documents de travail

- 1 “A global hazard index for the world foreign exchange markets” par V. Brousseau et F. Scacciavillani, mai 1999
- 2 “What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank” par C. Monticelli et O. Tristani, mai 1999
- 3 “Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world” par C. Detken, mai 1999
- 4 “From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries” par I. Angeloni et L. Dedola, mai 1999
- 5 “Core inflation: a review of some conceptual issues” par M. Wynne, mai 1999
- 6 “The demand for M3 in the euro area” par G. Coenen et J. L. Vega, septembre 1999
- 7 “A cross-country comparison of market structures in European banking” par O. de Bandt et E. P. Davis, septembre 1999
- 8 “Inflation zone targeting” par A. Orphanides et V. Wieland, octobre 1999
- 9 “Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models” par G. Coenen, janvier 2000
- 10 “On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention” par R. Fatum, février 2000
- 11 “Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?” par J. M. Berk et P. van Bergeijk, février 2000
- 12 “Indicator variables for optimal policy” par L. E. O. Svensson et M. Woodford, février 2000
- 13 “Monetary policy with uncertain parameters” par U. Söderström, février 2000
- 14 “Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty” par G. D. Rudebusch, février 2000
- 15 “The quest for prosperity without inflation” par A. Orphanides, mars 2000
- 16 “Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model” par P. Hördahl, mars 2000
- 17 “Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment” par S. Fabiani et R. Mestre, mars 2000
- 18 “House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis” par M. Iacoviello, avril 2000
- 19 “The euro and international capital markets” par C. Detken and P. Hartmann, avril 2000
- 20 “Convergence of fiscal policies in the euro area” par O. de Bandt et F. P. Mongelli, mai 2000
- 21 “Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data” par M. Ehrmann, mai 2000
- 22 “Regulating access to international large value payment systems” par C. Holthausen et T. Ronde, juin 2000
- 23 “Escaping Nash inflation” par In-Koo Cho et T. J. Sargent, juin 2000

- 24 "What horizon for price stability" par F. Smets, juillet 2000
- 25 "Caution and conservatism in the making of monetary policy" par P. Schellekens, juillet 2000
- 26 "Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making" par B. Winkler, août 2000
- 27 "This is what the US leading indicators lead" par M. Camacho et G. Perez-Quiros, août 2000
- 28 "Learning uncertainty and central bank activism in an economy with strategic interactions" par M. Ellison et N. Valla, août 2000
- 29 "The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case" par S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto et P. Sestito, septembre 2000
- 30 "A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities" par G. Coenen et V. Wieland, septembre 2000
- 31 "The disappearing tax base: is foreign direct investment eroding corporate income taxes?" par R. Gropp et K. Kostial, septembre 2000
- 32 "Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?" par F. de Fiore, septembre 2000
- 33 "The information content of M3 for future inflation in the euro area" par C. Trecroci et J. L. Vega, octobre 2000
- 34 "Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs" par O. Castrén et T. Takalo, octobre 2000
- 35 "Systemic risk: a survey" par O. de Bandt et P. Hartmann, novembre 2000
- 36 "Measuring core inflation in the euro area" par C. Morana, novembre 2000
- 37 "Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe" par P. Vermeulen, novembre 2000
- 38 "The optimal inflation tax when taxes are costly to collect" par F. De Fiore, novembre 2000
- 39 "A money demand system for euro area M3" par C. Brand et N. Cassola, novembre 2000
- 40 "Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy" par B. Mojon, novembre 2000
- 41 "Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts" par P. M. Geraats, janvier 2001
- 42 "An area-wide model (AWM) for the euro area" par G. Fagan, J. Henry et R. Mestre, janvier 2001
- 43 "Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm" par D. Rodriguez Palenzuela, février 2001
- 44 "The supply and demand for Eurosystem deposits – The first 18 months" par U. Bindseil et F. Seitz, février 2001
- 45 «Testing the rank of the Hankel Matrix: a statistical approach" par G. Camba-Méndez et G. Kapetanios, mars 2001
- 46 "A two-factor model of the German term structure of interest rates" par N. Cassola et J. B. Luis, mars 2001
- 47 "Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?" par R. Gropp et J. Vesala, mars 2001
- 48 "Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets" par M. Fratzscher, mars 2001
- 49 "Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area" par M. Casares, mars 2001
- 50 "Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the United States" par T. von Wachter, mars 2001
- 51 "The functional form of the demand for euro area M1" par L. Stracca, mars 2001

- 52 “Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?” par G. Peersman et F. Smets, mars 2001
- 53 “An evaluation of some measures of core inflation for the euro area” par J. L. Vega et M. A. Wynne, avril 2001
- 54 “Assessment criteria for output gap estimates” par G. Camba-Méndez et D. Rodriguez Palenzuela, avril 2001
- 55 “Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area” par A. Calza, G. Gartner et J. Sousa, avril 2001
- 56 “Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions” par E. Faia, avril 2001
- 57 “Model-based indicators of labour market rigidity” par S. Fabiani et D. Rodriguez Palenzuela, avril 2001
- 58 “Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities” par G. Pérez-Quiros et A. Timmermann, avril 2001
- 59 “Uncertain potential output implications for monetary policy” par M. Ehrmann et F. Smets, avril 2001
- 60 “A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties” par E. Angelini, J. Henry et R. Mestre, avril 2001
- 61 “Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area” par E. Angelini, J. Henry et R. Mestre, avril 2001
- 62 “Spectral based methods to identify common trends and common cycles” par G. C. Mendez et G. Kapetanios, avril 2001
- 63 “Does money lead inflation in the euro area?” par S. Nicoletti Altinari, mai 2001
- 64 “Exchange rate volatility and euro area imports” par R. Anderton et F. Skudelny, mai 2001
- 65 “A system approach for measuring the euro area NAIRU” par S. Fabiani et R. Mestre, mai 2001
- 66 “Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?” par V. Brousseau et F. Scacciavillani, juin 2001
- 67 “The daily market for funds in Europe: has something changed with the EMU?” par G. Pérez-Quiros et H. Rodriguez Mendizábal, juin 2001
- 68 “The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty” par A. Levin, V. Wieland et J. C. Williams, juillet 2001
- 69 “The ECB monetary policy strategy and the money market” par V. Gaspar, G. Pérez-Quiros et J. Sicilia, juillet 2001
- 70 “Central bank forecasts of liquidity factors: quality, publication and the control of the overnight rate” par U. Bindseil, juillet 2001
- 71 “Asset market linkages in crisis periods” par P. Hartmann, S. Straetmans et C. G. de Vries, juillet 2001
- 72 “Bank concentration and retail interest” par S. Corvoisier et R. Gropp, juillet 2001
- 73 “Interbank lending and monetary policy transmission – evidence for Germany” par M. Ehrmann et A. Worms, juillet 2001
- 74 “Interbank market integration under asymmetric information” par X. Freixas et C. Holthausen, août 2001
- 75 “Value at risk models in finance” par S. Manganelli et R. F. Engle, août 2001
- 76 “Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: what can we infer about private sector monitoring of bank soundness?” par R. Gropp et A. J. Richards, août 2001
- 77 “Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach” par C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano et M. Tujula, septembre 2001

- 78 “Investment and monetary policy in the euro area” par B. Mojon, F. Smets et P. Vermeulen, septembre 2001
- 79 “Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisia monetary aggregate in the euro area” par L. Stracca, octobre 2001
- 80 “The microstructure of the euro money market” par P. Hartmann, M. Manna et A. Manzanares, octobre 2001
- 81 “What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?” par J. Morgan et A. Mourougane, octobre 2001
- 82 “Economic forecasting: some lessons from recent research” par D. Hendry et M. P. Clements, octobre 2001
- 83 “Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England’s fan charts” par K. F. Wallis, novembre 2001
- 84 “Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy” par G. Coenen, A. Levin et V. Wieland, novembre 2001
- 85 “Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach” par F. Maeso-Fernandez, C. Osbat et B. Schnatz, novembre 2001
- 86 “Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations” par M. Beeby, S. G. Hall et S. B. Henry, novembre 2001
- 87 “Credit rationing, output gap and business cycles” par F. Boissay, novembre 2001
- 88 “Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchange rates?” par L. Kilian et M. P. Taylor, novembre 2001
- 89 “Monetary policy and fears of financial instability” par V. Brousseau et C. Detken, novembre 2001
- 90 “Public pensions and growth” par S. Lambrecht, P. Michel et J.-P. Vidal, novembre 2001
- 91 “The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis” par G. Peersman et F. Smets, décembre 2001
- 92 “A VAR description of the effects of monetary policy in the individual countries of the euro area” par B. Mojon et G. Peersman, décembre 2001
- 93 “The monetary transmission mechanism at the euro area level: issues and results using structural macroeconomic models” par P. McAdam et J. Morgan, décembre 2001
- 94 “Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?” par P. van Els, A. Locarno, J. Morgan et J. P. Villetelle, décembre 2001
- 95 “Some stylised facts on the euro area business cycle” par A.-M. Agresti et B. Mojon, décembre 2001
- 96 “The reaction of bank lending to monetary policy measures in Germany” par A. Worms, décembre 2001
- 97 “Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990s” par S. Kaufmann, décembre 2001
- 98 “The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets” par L. De Haan, décembre 2001
- 99 “Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?” par I. Hernando et J. Martínez-Pagés, décembre 2001
- 100 “Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans” par J. Topi et J. Vilmunen, décembre 2001
- 101 “Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?” par C. Loupiaz, F. Savignac et P. Sevestre, décembre 2001
- 102 “The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data” par L. Farinha et C. Robalo Marques, décembre 2001
- 103 “Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy” par L. Gambacorta, décembre 2001

- I04 “Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data” par S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou et G.T. Simigiannis, décembre 2001
- I05 “Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area » par M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre et A. Worms, décembre 2001
- I06 “Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation” par J. B. Chatelain et A. Tiomo, décembre 2001
- I07 “The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data » par P. Butzen, C. Fuss et P. Vermeulen, décembre 2001
- I08 “Credit channel and investment behaviour in Australia: a microeconomic approach” par M. Valderrama, décembre 2001
- I09 “Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending” par U. von Kalckreuth, décembre 2001
- I10 “Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms” par E. Gaiotti et A. Generale, décembre 2001
- I11 “Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data” par P. Lünemann et T. Mathä, décembre 2001
- I12 “Firm investment and monetary transmission in the euro area” par J. B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth et P. Vermeulen, décembre 2001
- I13 “Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches” par A. Orphanides, décembre 2001
- I14 “Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications” par C. Bean, J. Larsen et K. Nikolov, janvier 2002
- I15 “Monetary transmission in the euro area: where do we stand?” par I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon et D. Terlizzese, janvier 2002
- I16 “Rent indices for housing in West Germany 1985 to 1998” par J. Hoffmann et C. Kurz, janvier 2002
- I17 “Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing” par O. Bover et P. Velilla, janvier 2002
- I18 “Durable goods, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-98” par G. M. Tomat, janvier 2002
- I19 “Monetary policy and the stock market in the euro area” par N. Cassola et C. Morana, janvier 2002
- I20 “Learning stability in economics with heterogenous agents” par S. Honkapohja et K. Mitra, janvier 2002
- I21 “Natural rate doubts” par A. Beyer et R. E. A. Farmer, février 2002
- I22 “New technologies and productivity growth in the euro area” par F. Vijselaar et R. Albers, février 2002
- I23 “Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions” par E. Tabakis et A. Vinci, février 2002
- I24 “Monetary policy, expectations and commitment” par G. W. Evans et S. Honkapohja, février 2002
- I25 “Duration, volume and volatility impact of trades” par S. Manganelli, février 2002
- I26 “Optimal contracts in a dynamic costly state verification model” par C. Monnet et E. Quintin, février 2002
- I27 “Performance of monetary policy with internal central bank forecasting” par S. Honkapohja et K. Mitra, février 2002
- I28 “Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy” par F. Smets et R. Wouters, mars 2002
- I29 “Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence” par A. al-Nowaihi et L. Stracca, mars 2002

- I30 “Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations” par E. Diewert, mars 2002
- I31 “Measurement bias in the HICP: what do we know, and what do we need to know?” par M.A. Wynne et D. Rodríguez Palenzuela, mars 2002
- I32 “Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a ‘new Keynesian’ perspective” par O. Arratibel, D. Rodríguez-Palenzuela et C. Thimann, mars 2002
- I33 “Can confidence indicators be useful to predict short-term real GDP growth?” par A. Mourougane et M. Roma, mars 2002
- I34 “The cost of private transportation in the Netherlands, 1992-99” par B. Bode et J. Van Dalen, mars 2002
- I35 “The optimal mix of taxes on money, consumption and income” par F. De Fiore et P. Teles, avril 2002
- I36 “Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level” par G. de Bondt, avril 2002
- I37 “Equilibrium bidding in the Eurosystem’s open market operations” par U. Bindseil, avril 2002
- I38 “‘New’ views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?” par F. P. Mongelli, avril 2002
- I39 “On currency crises and contagion” par M. Fratzscher, avril 2002
- I40 “Price setting and the steady-state effects of inflation” par M. Casares, mai 2002
- I41 “Asset prices and fiscal balances” par F. Eschenbach et L. Schuknecht, mai 2002
- I42 “Modelling the daily banknotes in circulation in the context of the liquidity management of the European Central Bank” par A. Cabrero, G. Camba-Mendez, A. Hirsch et F. Nieto, mai 2002
- I43 “A non-parametric method for valuing new goods” par L. Blow et I. Crawford, mai 2002
- I44 “A failure in the measurement of inflation: results from a hedonic and matched experiment using scanner data” par M. Silver et S. Heravi, mai 2002
- I45 “Towards a new early warning system of financial crises” par M. Bussiere et M. Fratzscher, mai 2002
- I46 “Competition and stability – what’s special about banking?” par E. Carletti et P. Hartmann, mai 2002
- I47 “Time-to-build approach in a sticky price, sticky wage optimising monetary model” par M. Casares, mai 2002
- I48 “The functional form of yield curves” par V. Brousseau, mai 2002
- I49 “The Spanish block of the ESCB-multi-country model” par A. Willman et A. Estrada, mai 2002
- I50 “Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility” par R. Gropp, J. Vesala et G. Vulpes, juin 2002
- I51 “G7 inflation forecasts” par F. Canova, juin 2002
- I52 “Short-term monitoring of fiscal policy discipline” par G. Camba-Mendez et A. Lamo, juin 2002
- I53 “Euro area production function and potential output: a supply side system approach” par A. Willman, juin 2002
- I54 “The euro bloc, the dollar bloc and the yen bloc: how much monetary policy independence can exchange rate flexibility buy in an interdependent world?” par M. Fratzscher, juin 2002
- I55 “Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and macroeconomic shocks” par J. F. Jimeno et D. Rodríguez-Palenzuela, juin 2002
- I56 “Identifying endogenous fiscal policy rules for macroeconomic models” par J. J. Perez et P. Hiebert, juillet 2002

- 157 “Bidding and performance in repo auctions: evidence from ECB open market operations” par Kjell G. Nyborg, U. Bindseil et I.A. Strebulaev, juillet 2002
- 158 “Quantifying embodied technological change” par P. Sakellars et D.J. Wilson, juillet 2002
- 159 “Optimal public money” par C. Monnet, juillet 2002
- 160 “Model uncertainty and the equilibrium value of the real effective euro exchange rate” par C. Detken, A. Dieppe, J. Henry, C. Marin et F. Smets, juillet 2002
- 161 “The optimal allocation of risks under prospect theory” par L. Stracca, juillet 2002
- 162 “Public debt asymmetries: the effect on taxes and spending in the European Union” par S. Krogstrup, août 2002
- 163 “The rationality of consumers’ inflation expectations: survey-based evidence for the euro area” par M. Forsells et G. Kenny, août 2002
- 164 “Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence” par G. de Bondt, août 2002
- 165 “The industry effects of monetary policy in the euro area” par G. Peersman et F. Smets, août 2002
- 166 “Monetary and fiscal policy interactions in a micro-founded model of a monetary union” par R. M.W. J. Beestma et H. Jensen, août 2002
- 167 “Identifying the effects of monetary policy shocks on exchange rates using high frequency data” par J. Faust, J. H. Rogers, E. Swanson et J. H. Wright, août 2002
- 168 “Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries” par R. Perotti, août 2002
- 169 “Modelling model uncertainty” par A. Onatski et N. Williams, août 2002
- 170 “What measure of inflation should a central bank target?” par G. Mankiw et R. Reis, août 2002
- 171 “An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area” par F. Smets et R. Wouters, août 2002
- 172 “Constructing quality-adjusted price indices: a comparison of hedonic and discrete choice models” par N. Jonker, septembre 2002
- 173 “Openness and equilibrium determinacy under interest rate rules” par F. de Fiore et Z. Liu, septembre 2002
- 174 “International monetary policy co-ordination and financial market integration” par A. Sutherland, septembre 2002
- 175 “Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union” par S. Gilchrist, J. O. Hairault et H. Kempf, septembre 2002
- 176 “Macroeconomics of international price discrimination” par G. Corsetti et L. Dedola, septembre 2002
- 177 “A theory of the currency denomination of international trade” par P. Bacchetta et E. van Wincoop, septembre 2002
- 178 “Inflation persistence and optimal monetary policy in the euro area” par P. Benigno et J. D. López-Salido, septembre 2002
- 179 “Optimal monetary policy with durable and non-durable goods” par C. J. Erceg et A. T. Levin, septembre 2002
- 180 “Regional inflation in a currency union: fiscal policy versus fundamentals” par M. Duarte et A. L. Wolman, septembre 2002
- 181 “Inflation dynamics and international linkages: a model of the United States, the euro area and Japan” par G. Coenen et V. Wieland, septembre 2002
- 182 “The information content of real-time output gap estimates: an application to the euro area” par G. Rünstler, septembre 2002
- 183 “Monetary policy in a world with different financial systems” par E. Faia, octobre 2002
- 184 “Efficient pricing of large-value interbank payment systems” par C. Holthausen et J. C. Rochet, octobre 2002

- 185 “European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America” par E. Dorrucchi, S. Firpo, M. Fratzscher et F. P. Mongelli, octobre 2002
- 186 “Using money market rates to assess the alternatives of fixed versus variable rate tenders: the lesson from 1989-98 data for Germany” par M. Manna, octobre 2002
- 187 “A fiscal theory of sovereign risk” par M. Uribe, octobre 2002
- 188 “Should central banks really be flexible?” par H. P. Grüner, octobre 2002
- 189 “Debt reduction and automatic stabilisation” par P. Hiebert, J. J. Pérez et M. Rostagno, octobre 2002
- 190 “Monetary policy and the zero bound to interest rates: a review” par T. Yates, octobre 2002
- 191 “The fiscal costs of financial instability revisited” par L. Schuknecht et F. Eschenbach, novembre 2002
- 192 “Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?” par G. Pérez-Quirós et J. Sicilia, novembre 2002
- 193 “Sustainability of public finances and automatic stabilisation under a rule of budgetary discipline” par J. Marín, novembre 2002
- 194 “Sensitivity analysis of volatility: a new tool for risk management” par S. Manganelli, V. Ceci et W. Vecchiato, novembre 2002
- 195 “In-sample or out-of-sample tests of predictability: which one should we use?” par A. Inoue et L. Kilian, novembre 2002
- 196 “Bootstrapping autoregressions with conditional heteroskedasticity of unknown form” par S. Gonçalves et L. Kilian, novembre 2002
- 197 “A model of the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation” par C. Ewerhart, novembre 2002
- 198 “Extracting risk-neutral probability densities by fitting implied volatility smiles: some methodological points and an application to the 3M EURIBOR futures option prices” par A. B. Andersen et T. Wagener, décembre 2002
- 199 “Time variation in the tail behaviour of bund futures returns” par T. Werner et C. Upper, décembre 2002
- 200 “Interdependence between the euro area and the United States : what role for EMU?” par M. Ehrmann et M. Fratzscher, décembre 2002
- 201 “Euro area inflation persistence” par N. Batini, décembre 2002
- 202 “Aggregate loans to the euro area private sector” par A. Calza, M. Manrique et J. Sousa, janvier 2003
- 203 “Myopic loss aversion, disappointment aversion and the equity premium puzzle” par D. Fielding et L. Stracca, janvier 2003
- 204 “Asymmetric dynamics in the correlations of global equity and bond returns” par L. Cappiello, R. F. Engle et K. Sheppard, janvier 2003
- 205 “Real exchange rate in an inter-temporal n-country-model with incomplete markets” par B. Mercereau, janvier 2003
- 206 “Empirical estimates of reaction functions for the euro area” par D. Gerdesmeier et B. Roffia, janvier 2003
- 207 “A comprehensive model on the euro overnight rate” par F. R. Würtz, janvier 2003
- 208 “Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data” par A. Ang et A. Maddaloni, janvier 2003
- 209 “A framework for collateral risk control determination” par D. Cossin, Z. Huang, D. Aunon-Nerin et F. González, janvier 2003
- 210 “Anticipated Ramsey reforms and the uniform taxation principle: the role of international financial markets” par S. Schmitt-Grohé et M. Uribe, janvier 2003
- 211 “Self-control and savings” par P. Michel et J. P. Vidal, janvier 2003

- 212 “Modelling the implied probability of stock market movements” par E. Glatzer et M. Scheicher, janvier 2003
- 213 “Aggregation and euro area Phillips curves” par S. Fabiani et J. Morgan, février 2003
- 214 “On the selection of forecasting models” par A. Inoue et L. Kilian, février 2003
- 215 “Budget institutions and fiscal performance in central and eastern European countries” par H. Gleich, février 2003
- 216 “The admission of accession countries to an enlarged monetary union: a tentative assessment” par M. Ca’ Zorzi et R.A. De Santis, février 2003
- 217 “The role of product market regulations in the process of structural change” par J. Messina, mars 2003
- 218 “The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan” par G. Coenen et V. Wieland, mars 2003
-

Autres publications

- “The TARGET service level”, juillet 1998
- “Report on electronic money”, août 1998
- “Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations”, septembre 1998
- “Money and banking statistics compilation guide”, septembre 1998
- “The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures”, septembre 1998 ²⁾
- “Third progress report on the TARGET project, novembre 1998
- “Correspondent central banking model (CCBM)”, décembre 1998
- “Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures”, janvier 1999
- “Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term”, février 1999
- “Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise”, juillet 1999
- “The effects of technology on the EU banking systems”, juillet 1999
- “Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union”, août 1999
- “Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem’s view”, septembre 1999
- “Compendium: collection of legal instruments, June 1998-May 1999”, octobre 1999
- “European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, novembre 1999
- “Money and banking statistics compilation guide, addendum I: money market paper”, novembre 1999
- “Money and banking statistics sector manual”, deuxième édition, novembre 1999
- “Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States”, novembre 1999
- “Correspondent central banking model (CCBM)”, novembre 1999
- “Cross-border payments in TARGET: A users’ survey”, novembre 1999
- “Money and banking statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series”, novembre 1999
- “Money and banking statistics: Handbook for the compilation of flow statistics”, décembre 1999
- “Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures”, février 2000
- “Interlinking: Data dictionary”, Version 2.02, mars 2000
-

2) La politique monétaire unique : Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire. Ce document peut être obtenu auprès du service Relations avec le public de la Banque de France. Il est également disponible sur le site Internet www.banque-france.fr. Elle peut aussi être obtenue auprès de la Banque nationale de Belgique, service de la documentation.

“Asset prices and banking stability”, avril 2000
 “EU banks’ income structure”, avril 2000
 “Statistical information collected and compiled by the ESCB”, mai 2000
 “Correspondent central banking (CCBM)”, juillet 2000
 “Statistical requirements of the European Central Bank in the field of general economic statistics”, août 2000
 “Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area”, août 2000
 “Improving cross-border retail payment services”, septembre 2000
 “Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves”, octobre 2000
 “European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, novembre 2000
 “Information guide for credit institutions using TARGET”, novembre 2000
 “The single monetary policy in Stage Three: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, novembre 2000²
 “EU banks’ margins and credit standards”, décembre 2000
 “Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications”, décembre 2000
 “Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank”, janvier 2001
 “Cross-border use of collateral: A user’s survey”, février 2001
 “Price effects of regulatory reform in selected network industries”, mars 2001
 “The role of central banks in prudential supervision”, mars 2001
 “Money and banking statistics in the accession countries: Methodological Manual”, avril 2001
 “TARGET: Annual Report”, mai 2001
 “A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises”, juin 2001
 “Payment and securities settlement systems in the European Union”, juin 2001
 “Why price stability?”, juin 2001
 “The euro bond market”, juillet 2001
 “The euro money market”, juillet 2001
 “The euro equity markets”, août 2001
 “The monetary policy of the ECB”, août 2001³
 “Monetary analysis: tools and applications”, août 2001
 “Review of the international role of the euro”, septembre 2001
 “The Eurosystem’s policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing”, septembre 2001
 “Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)”, octobre 2001
 “TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system-update 2001”, novembre 2001
 “European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, novembre 2001
 “Fair value accounting in the banking sector”, novembre 2001
 “Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro”, novembre 2001
 “Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods”, février 2002
 “List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”, février 2002
 “Labour market mismatches in euro area countries”, mars 2002

3) La politique monétaire de la BCE. Ce document peut être obtenu auprès du service Relations avec le public de la Banque de France. Il est également disponible sur le site Internet www.banque-france.fr. Elle peut aussi être obtenue auprès de la Banque nationale de Belgique, service de la documentation.

“Compendium: Collection of legal instruments, juin 1998-décembre 2001”, mars 2002
 “Evaluation of the 2002 cash changeover”, avril 2002
 “TARGET Annual Report 2001”, avril 2002
 “The single monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, avril 2002²
 “Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, covering the period from January 2001 to January 2002”, mai 2002
 “Developments in banks’ liquidity profile and management”, mai 2002
 “The Eurosystem’s terms of reference for the use of cash-recycling machines by credit institutions and other euro area institutions engaged in the sorting and distribution of banknotes to the public as a professional activity”, mai 2002
 “Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries”, juin 2002
 “TARGET minimum common performance features of RTGS systems within TARGET as at November 2001”, juin 2002
 “TARGET Interlinking data dictionary as at November 2001”, juin 2002
 “TARGET Interlinking specification as at November 2001”, juin 2002
 “TARGET Interlinking user requirement as at November 2001”, juin 2002
 “Task force on portfolio investment collection systems, Final Report”, juin 2002
 “Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP”, juillet 2002
 “Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures”, juillet 2002
 “Financial sectors in EU accession countries”, août 2002
 “Payment and securities settlement systems in accession countries”, août 2002
 “TARGET Interlinking specification”, novembre 2002
 “TARGET Interlinking data dictionary”, novembre 2002
 “Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on the MFI balance sheet statistics”, novembre 2002
 “Structural analysis of the EU banking sector”, novembre 2002
 “European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, novembre 2002
 “Review of the international role of the euro”, décembre 2002
 “Euro money market study 2001 (MOC)”, décembre 2002
 “EU banking sector stability”, février 2003
 “List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”, février 2003
 “Review of the foreign exchange market structure”, mars 2003
 “Structural factors in the EU housing markets”, mars 2003
 “List of Monetary Financial Institutions in the accession countries”, mars 2003

Brochures d'information

“TARGET: facts, figures, future”, septembre 1999

“EPM: the ECB payment mechanism”, août 2000

“The euro: integrating financial services”, août 2000 (épuisée)

“TARGET”, août 2000 (épuisée)

“The European Central Bank”, avril 2001

“The euro banknotes and coins”, mai 2001

“TARGET-update 2001”, juillet 2001

“The euro and the integration of financial services”, septembre 2001

“The euro, our money”, juin 2002

Annexes

Chronologie des mesures de politique monétaire¹

3 janvier 2002

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, 3,25 %, 4,25 % et 2,25 %.

Le Conseil des gouverneurs décide également qu'un montant de 20 milliards d'euros sera adjugé lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2002. Ce montant tient compte du besoin de refinancement prévisionnel des banques de la zone euro en 2002 et du souhait de l'Eurosystème de continuer à fournir l'essentiel du refinancement du secteur financier par le canal des opérations principales de refinancement. Le Conseil des gouverneurs pourrait ajuster ce montant en cours d'année si les besoins de refinancement venaient à évoluer de façon imprévue.

7 février, 7 mars, 4 avril, 2 mai, 6 juin, 4 juillet 2002

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, 3,25 %, 4,25 % et 2,25 %.

10 juillet 2002

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de ramener de 20 milliards d'euros à 15 milliards le montant qui sera adjugé lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées au second semestre 2002. Le montant révisé tient compte des besoins de liquidité prévisionnels des banques de la zone euro au second semestre 2002 et traduit le souhait de

l'Eurosystème de continuer à fournir l'essentiel de la liquidité par le canal des opérations principales de refinancement.

1^{er} août, 12 septembre, 10 octobre, 7 novembre 2002

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, 3,25 %, 4,25 % et 2,25 %.

5 décembre 2002

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser de 0,50 point de pourcentage, à 2,75 %, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement à partir de l'opération devant être réglée le 11 décembre 2002. En outre, il décide d'abaisser de 0,50 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 3,75 % et 1,75 %, avec effet au 6 décembre 2002.

En outre, il décide que la valeur de référence pour le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large restera fixé à 4,5 %.

9 janvier 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire de l'Eurosystème prises entre 1999 et 2001 est présentée dans le Rapport annuel 1999 de la BCE, p. 187 à 192, dans le Rapport annuel 2000 de la BCE, p. 229 à 232, et dans le Rapport annuel 2001 de la BCE, p. 238 à 240, respectivement.

demeureront inchangés à, respectivement, 2,75 %, 3,75 % et 1,75 %.

23 janvier 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de mettre en œuvre les deux mesures suivantes en vue d'améliorer le cadre opérationnel de la politique monétaire :

Premièrement, le calendrier relatif à la période de constitution des réserves sera modifié de manière à ce que celle-ci débute toujours le jour du règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. En outre, l'entrée en vigueur des modifications de taux des facilités permanentes sera, en principe, alignée sur le début de la nouvelle période de constitution des réserves.

Deuxièmement, la durée des opérations principales de refinancement sera ramenée de deux à une semaine.

Il est prévu que ces mesures entrent en vigueur au cours du premier trimestre 2004.

Comme suite au communiqué de presse du 10 juillet 2002, le Conseil des gouverneurs de la BCE décide également de maintenir à

15 milliards d'euros le montant qui sera adjudgé lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2003. Ce montant tient compte des besoins de liquidité prévisionnels des banques de la zone euro en 2003 et traduit le souhait de l'Eurosystème de continuer à fournir l'essentiel de la liquidité par le canal des opérations principales de refinancement.

6 février 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,75%, 3,75 % et 1,75 %.

6 mars 2003

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 2,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 12 mars 2003. Il décide également de réduire les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt de 0,25 point de pourcentage à, respectivement, 3,50 % et 1,50 % avec effet au 7 mars 2003.

Glossaire

Abattement forfaitaire (Lump-sum allowance) : montant fixe déduit par un **établissement de crédit** pour le calcul de ses **réserves obligatoires** dans le cadre du système de réserves obligatoires de l'**Eurosystème**.

Accord de pension (Repurchase agreement) : convention par laquelle un actif est cédé et racheté à un prix déterminé, à une échéance fixée ou sur demande. Ce type de convention est similaire au prêt garanti, à cette différence près que le vendeur ne conserve pas la propriété des titres. Les pensions sont incluses dans **M3** dans les cas où le vendeur est une **institution financière monétaire (IFM)** et la **contrepartie** un résident non-IFM de la **zone euro**.

Acquis communautaire : terme couramment utilisé pour désigner l'ensemble de la législation communautaire comprenant les traités, règlements et directives de l'UE. Lors de leur adhésion à l'UE, les pays doivent avoir mis en œuvre les dispositions existantes de cet acquis.

Actif de niveau 1 (Tier one asset) : titre négociable satisfaisant à certains critères d'éligibilité uniformes définis par la **Banque centrale européenne (BCE)** pour l'ensemble de la **zone euro**.

Actif de niveau 2 (Tier two asset) : titre négociable ou actif non négociable sur un marché, remplissant les critères d'éligibilité établis par une banque centrale nationale et soumis à l'approbation de la **Banque centrale européenne (BCE)**.

Activités de correspondant bancaire (Correspondent banking) : contrat aux termes duquel un **établissement de crédit** offre à un autre établissement de crédit des services de paiement et autres prestations. Les paiements effectués par l'intermédiaire des correspondants bancaires le sont habituellement sur des comptes de liaison (comptes *loro* et *nostro*), qui peuvent être assortis de lignes de crédit permanentes. Les services de correspondant bancaire sont essentiellement des prestations transfrontière, mais ils sont également assurés dans certains contextes nationaux où ils recouvrent des relations de représentation. Un correspondant utilise le terme de compte *loro* pour désigner un compte ouvert au profit d'un établissement de crédit étranger; l'établissement de crédit, quant à lui, le considérera comme un compte *nostro*.

Administration centrale (Central government) : dans le **Système européen de comptes 1995 (SEC 1995)**, secteur des administrations publiques à l'exclusion des administrations d'États fédérés et des administrations locales (cf. **Administrations publiques**). Le sous-secteur du SEC 1995 comprend tous les organismes administratifs de l'État et autres organismes centraux dont la compétence s'étend normalement sur la totalité du territoire économique, à l'exception des administrations de sécurité sociale.

Administrations publiques (General government) : ensemble des administrations centrales, d'États fédérés et d'administrations locales et des administrations de sécurité sociale, conformément aux définitions du **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**.

Agent de règlement (Settlement agent) : établissement qui gère le processus de règlement, ce qui implique, par exemple, la détermination des positions en matière de règlement et le suivi des échanges de paiements, pour des systèmes d'échange ou d'autres dispositifs nécessitant des règlements.

Agrégats monétaires (Monetary aggregates) : la somme de la **monnaie fiduciaire**, augmentée des encours de certains passifs des **institutions financières monétaires (IFM)** et de l'administration centrale qui présentent un degré relativement élevé de liquidité et sont détenus par les résidents non-IFM de la **zone euro** autres que l'administration centrale. L'agrégat monétaire étroit **M1** a été défini comme étant la somme de la monnaie fiduciaire et des **dépôts à vue**. L'agrégat monétaire « intermédiaire » **M2** comprend M1 plus les **dépôts à terme** d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les **dépôts remboursables avec un préavis** inférieur ou égal à trois mois. L'agrégat monétaire large **M3** comprend **M2** plus les **pensions**, les **titres d'OPCVM monétaires** et instruments du marché monétaire ainsi que les **titres de créance** émis par les IFM d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans. En octobre 1998, le **Conseil des gouverneurs** a annoncé une valeur de référence pour la croissance de M3, qui a été de nouveau confirmée depuis (cf. **Valeur de référence pour la croissance monétaire**).

Allocation d'actifs (Asset allocation) : processus de répartition des fonds à investir dans différentes catégories d'actifs en vue d'atteindre des objectifs, par exemple l'optimisation des caractéristiques risque/rendement d'un portefeuille.

Appel d'offres normal (Standard tender) : procédure d'appel d'offres utilisée par l'**Eurosystème** dans le cadre de ses **opérations d'open market** régulières. Les appels d'offres normaux sont effectués dans un délai de 24 heures. Toutes les **contreparties** qui remplissent les critères généraux d'éligibilité sont habilitées à soumettre des offres selon cette procédure.

Appel d'offres rapide (Quick tender) : procédure d'appel d'offres utilisée par l'**Eurosystème** pour des **opérations de réglage fin**. Les appels d'offres rapides sont exécutés dans un délai d'une heure et réservés à un cercle restreint de **contreparties**.

Assiette des réserves (Reserve base) : ensemble des éléments du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

Association bancaire pour l'euro (ABE) [Euro Banking Association (EBA)] : organisation au sein de laquelle peuvent être examinées et débattues toutes les questions bancaires présentant un intérêt pour ses membres et, en particulier, celles liées à l'utilisation de l'**euro** et au règlement des opérations en euros. L'ABE a créé une société de compensation (ABE Clearing, société par actions simplifiée à capital variable) pour gérer le Système de compensation en euros à partir du 1^{er} janvier 1999. Le Système de compensation en euros (Euro 1) remplace le Système de compensation et de règlement en écus.

Autres charges à payer (Other accounts payable) : engagements financiers créés en contrepartie d'une opération financière ou non financière lorsqu'il existe un décalage entre cette opération et le paiement correspondant.

Avoirs de réserve de l'Eurosystème (Eurosystem's international reserves) : ils se composent des avoires de réserve de la **Banque centrale européenne (BCE)** et de ceux détenus par les banques centrales nationales (BCN) des pays de la zone euro. Les avoires de réserve doivent être à la disposition effective de l'autorité monétaire compétente, qu'il s'agisse de la BCE ou de la BCN d'un des pays de la zone euro, et comprendre des créances très liquides, négociables et de bonne qualité détenues sur des non-résidents de la **zone euro** et libellées

dans une devise autre que l'euro ; ils incluent également l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve auprès du Fonds monétaire international des BCN de la zone euro.

Banque centrale européenne (BCE) [European Central Bank (BCE)] : la BCE est au centre du **Système européen de banques centrales (SEBC)** et de l'**Eurosystème** et elle est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit communautaire. Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, par ses activités propres, ou par celles des banques centrales nationales, conformément aux statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne. La BCE est administrée par le **Conseil des gouverneurs**, par le **Directoire**, ainsi que par un troisième organe de décision, le **Conseil général**.

Bilan consolidé des IFM (Consolidated MFI balance sheet) : il est obtenu par l'élimination, du bilan agrégé, des positions des IFM entre elles (prêts et dépôts entre IFM). Il fournit des données statistiques relatives aux créances et engagements du secteur des IFM vis-à-vis des résidents non-IFM de la **zone euro (administrations publiques** et autres résidents de la zone euro) et aux créances et engagements sur l'extérieur (soldes vis-à-vis des non-résidents de la zone euro). Le bilan consolidé constitue la principale source statistique pour le calcul des **agrégats monétaires** et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

Caisses recyclantes (Cash recycling machine) : automate, actionné par la clientèle, en mesure de recevoir, de traiter et de distribuer des billets, c'est-à-dire associant les fonctions de retrait d'un distributeur automatique de billets classique avec une fonction de dépôt de billets.

Carte multi-usages prépayée (Multi-purpose prepaid card) : carte dont la valeur monétaire est stockée en mémoire, pouvant être utilisée pour effectuer une large gamme de paiements, à l'échelle nationale ou internationale, mais susceptible d'être parfois limitée à une zone particulière. La carte multi-usages prépayée rechargeable est également appelée « porte-monnaie électronique » (cf. **Monnaie électronique**).

Comité économique et financier (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)] : organe communautaire consultatif institué au début de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, après dissolution du Comité monétaire. Les États membres, la **Commission européenne (Commission des Communautés européennes)** et la **Banque centrale européenne (BCE)** nomment chacun au maximum deux membres du Comité. L'un des deux membres nommés par chaque État membre est choisi parmi les hauts responsables de l'administration nationale et l'autre parmi les hauts responsables de la banque centrale nationale. L'article 114 (2) du **Traité** dresse une liste des missions du Comité économique et financier, comprenant l'examen de la situation économique et financière des États membres et de la Communauté.

Comité de politique économique (CPE) [Economic Policy Committee (EPC)] : organe communautaire consultatif qui contribue à la préparation des travaux du Conseil en coordonnant les politiques économiques des États membres et de la Communauté et donne des avis à la Commission et au Conseil de l'UE. Il travaille en étroite collaboration avec le **Comité économique et financier (CEF)** et s'intéresse principalement aux politiques structurelles visant à améliorer la croissance potentielle et l'emploi dans la Communauté. Le Comité a été créé en 1974 par une décision du Conseil de l'UE, en vertu de l'article 272 du **Traité**. Les États membres, la **Commission européenne** et la **Banque centrale européenne (BCE)** nomment chacun au maximum quatre membres du Comité, qui sont

choisis parmi de hauts responsables présentant des compétences exceptionnelles dans le domaine de la formulation de la politique économique et structurelle.

Comité de réglementation comptable (CRC) (Accounting Regulatory Committee, ARC) : créé pour apporter son assistance à la **Commission européenne (Commission des Communautés européennes)** dans le cadre de l'adoption des **normes comptables internationales IAS**, en fonction desquelles, à compter de 2005, seront établis les comptes consolidés des entreprises cotées sur une Bourse européenne.

Comité des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) [Committee of European Securities Regulators (CESR)] : créé en juin 2001 à la suite d'une recommandation du rapport du Comité des Sages sur la réglementation des marchés européens de valeurs mobilières, ce comité est composé de représentants des autorités nationales chargées de la régulation des marchés de valeurs mobilières. Organe de niveau 3 de l'approche réglementaire européenne révisée, il assiste la **Commission européenne (Commission des Communautés européennes)** en qualité de groupe consultatif dans le domaine des valeurs mobilières et joue un rôle important en ce qui concerne la transposition du droit communautaire dans la législation des États membres.

Comité pour les statistiques monétaires, financières et de balance des paiements (CSMFB) [Committee for Monetary, Financial and Balance of payments statistics (CMFB)] : forum de coordination des statisticiens des instituts nationaux de la statistique et d'**Eurostat**, d'une part, et des banques centrales nationales et de la **Banque centrale européenne (BCE)**, d'autre part. Le CSMFB a été créé par la Décision du Conseil 91/115/CEE (JO L 59, 06.03.1991), modifiée par la Décision du Conseil 96/174/CE (JO L 51, 01.03.1996).

Comitologie (Comitology) : cette notion fait généralement référence aux procédures régissant les relations entre la **Commission européenne (Commission des Communautés européennes)** et les comités qui lui apportent leur concours dans l'exercice des compétences conférées par le Conseil de l'UE pour la mise en œuvre du droit communautaire. Les différentes modalités de ces procédures sont définies dans la Décision du Conseil du 28 juin 1999 fixant les modalités de l'exercice des compétences d'exécution conférées à la Commission (1999/468/CE). Ce terme fait également référence, plus spécifiquement, aux procédures d'adoption de la législation de niveau 2 dans le cadre du Rapport Lamfalussy, comme proposé par le Comité des Sages sur la réglementation des marchés européens de valeurs mobilières et selon lequel la Commission doit soumettre à un comité de réglementation les projets de mesures de mise en œuvre des détails techniques de la législation de niveau 1.

Commission européenne (Commission des Communautés européennes) [European Commission (Commission of the European Communities)] : institution de la Communauté européenne qui assure l'application des dispositions du **Traité**. La Commission élabore les politiques communautaires, propose la législation communautaire et exerce des pouvoirs dans des sphères spécifiques. Dans le domaine économique, la Commission propose des orientations générales pour les politiques économiques au sein de la Communauté et fait également rapport au **Conseil de l'UE** sur les évolutions et les politiques économiques. Elle surveille les finances publiques dans le cadre de la surveillance multilatérale et soumet des rapports au Conseil. Elle est composée de vingt membres, à savoir deux représentants par pays pour l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni, ainsi qu'un représentant de chacun des autres États membres.

Comptabilisation en juste valeur [Fair value accounting (FVA)] : principe de valorisation stipulant l'utilisation soit d'un prix de marché, s'il existe, soit d'une estimation d'un prix de marché fondée sur la valeur actualisée des flux financiers attendus, afin de déterminer la valeur de bilan des instruments financiers.

Conseil Ecofin (ECOFIN Council) : cf. **Conseil de l'UE**.

Conseil européen (European Council) : donne à l'Union européenne l'élan nécessaire à son évolution et définit les orientations politiques générales à cet effet. Il réunit les chefs d'État ou de gouvernement des États membres et le Président de la **Commission européenne (Commission des Communautés européennes)** (cf. **Conseil de l'UE**).

Conseil européen des paiements (CEP) [European Payments Council (ECP)] : organe de gouvernance composé de 52 institutions, dont des banques commerciales, des banques coopératives et des caisses d'épargne, chargé de favoriser la mise en place de l'espace unique de paiements en euros et de représenter le secteur bancaire européen sur les questions relatives aux systèmes de paiement. L'assemblée inaugurale du CEP s'est tenue le 17 juin 2002.

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 quinze banques centrales nationales 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 banques centrales nationales des pays ayant adopté l'euro.

Conseil des ministres (Council of Ministers) : cf. **Conseil de l'UE**.

Conseil des normes comptables internationales [International Accounting Standards Board (IASB)] : organisme indépendant à capitaux privés, situé à Londres et qui définit des normes comptables.

Conseil de l'UE (EU Council) : institution de la Communauté européenne composée de représentants des gouvernements des États membres, habituellement les ministres ayant en charge les questions à examiner (on parle dès lors souvent du Conseil des ministres). Quand il réunit les ministres de l'Économie et des Finances, le Conseil de l'UE est généralement appelé **Conseil Ecofin**. En outre, le Conseil de l'UE peut se réunir au niveau des chefs d'État ou de gouvernement (cf. **Conseil européen**).

Contrepartie (Counterparty) : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute partie effectuant une transaction avec une banque centrale).

Cours pivot par rapport à l'euro (Euro central rate) : taux de change officiel par rapport à l'euro des monnaies participant au **MCE II**, autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

Créances sur les résidents de la zone euro (Credit to euro area residents) : mesure large du financement, par le secteur des **institutions financières monétaires (IFM)**, des résidents non-IFM de la **zone euro** (y compris les **administrations publiques** et les autres résidents de la zone euro). Elle comprend les prêts consentis par les IFM et les portefeuilles de

titres des IFM. Ces derniers recouvrent les actions, les autres participations et les **titres de créance** émis par les résidents non-IFM de la zone euro.

Dépôts remboursables avec préavis (Deposits redeemable at notice) : dépôts d'épargne pour lesquels le détenteur doit respecter un préavis fixé avant de retirer ses fonds. Dans certains cas, il est possible de retirer, sur demande, un montant spécifié durant une période déterminée ou d'effectuer un retrait anticipé moyennant le paiement d'une pénalité. Les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois sont compris dans **M2** (et donc dans **M3**), alors que ceux qui sont assortis d'un préavis plus long figurent dans les engagements financiers à long terme (à caractère non monétaire) du secteur des **institutions financières monétaires (IFM)**.

Dépôts à terme (Deposits with agreed maturity) : principalement composés de dépôts à terme assortis d'une échéance donnée et susceptibles, en fonction des pratiques nationales, de ne pas être convertibles avant l'échéance ou de l'être uniquement moyennant le paiement d'une pénalité. Ils comprennent également certains titres de créance non négociables, tels que les certificats de dépôt non négociables (de faible montant). Les dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans sont inclus dans **M2** (et donc dans **M3**), alors que ceux d'une durée initiale supérieure à deux ans font partie des **engagements financiers à long terme** (à caractère non monétaire) du secteur des **IFM** de la **zone euro**.

Dépôts à vue (Overnight deposits) : dépôts à 24 heures. Cette catégorie d'instruments comprend principalement les dépôts qui sont entièrement mobilisables sur demande (par chèque ou par instrument similaire) sans délai, restriction ou pénalité significatifs. Elle inclut également les dépôts non mobilisables et convertibles en numéraire sur demande ou à la clôture du jour suivant.

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**.

Écu (Unité de compte européenne) [ECU (European Currency Unit)] : l'écu était un panier de monnaies constitué de la somme de montants fixes de 12 des 15 monnaies des États membres de l'UE. La valeur de l'écu était une moyenne pondérée de la valeur des monnaies qui le composaient. L'écu a été remplacé par l'**euro** au taux de un pour un, le 1^{er} janvier 1999.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM de la zone euro (Long-term financial liabilities of the euro area MFI sector) : ces engagements non monétaires incluent les **dépôts à terme** d'une durée supérieure à deux ans, les **dépôts remboursables avec un préavis** supérieur à trois mois, les **titres de créance** d'une durée supérieure à deux ans et le poste « Capital et réserves » du secteur des **institutions financières monétaires (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 prévalant 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 en euros, tels que communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit (Credit institution) : établissement répondant à la définition de l'article 1 (1) de la Directive 2000/12/CE du **Parlement européen** et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, modifiée par la Directive 2000/28/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 septembre 2000. En conséquence, un établissement de crédit est : (1) une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ; ou (2) une entreprise ou toute autre personne morale, autre qu'un établissement de crédit au sens du (1), qui émet des moyens de paiement sous la forme de **monnaie électronique**. Par « monnaie électronique », on entend une valeur monétaire représentant une créance sur l'émetteur qui est : (a) stockée sur un support électronique ; (b) émise contre la remise de fonds d'un montant dont la valeur n'est pas inférieure à la valeur monétaire émise ; et (c) acceptée comme moyen de paiement par des entreprises autres que l'émetteur.

Eurepo (EUREPO) : taux auquel une banque de premier rang propose des liquidités en **euros** à une autre banque de premier rang en échange de garanties composées exclusivement de titres publics à court et à long termes émis par les pays de la zone euro. La méthode de calcul de l'Eurepo est analogue à celle de l'**Euribor**. Il est représentatif des taux sur les marchés avec fourniture de garanties (marchés des pensions), à la différence de l'Euribor qui reflète les conditions sur le marché des opérations en blanc. Le panel de banques participantes est également différent.

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. L'Euribor est calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'une échéance d'une à trois semaines et de un à douze mois ; il s'agit de la moyenne, arrondie à trois décimales, des taux offerts quotidiennement par un panel représentatif de banques de premier rang.

Euro (Euro) : nom retenu par le **Conseil européen**, lors du sommet de Madrid des 15 et 16 décembre 1995, pour désigner la monnaie unique européenne.

Eurogroupe (Eurogroup) : organe informel composé des membres du **Conseil Ecofin** représentant les pays de la **zone euro**. Il se réunit régulièrement (en général avant les réunions du Conseil Ecofin) pour débattre des questions ayant trait aux responsabilités que les pays de la zone euro partagent s'agissant de la monnaie unique. La **Commission européenne (Commission des Communautés européennes)** et, le cas échéant, la **Banque centrale européenne (BCE)**, sont invitées à participer à ces réunions.

Eurostat (Eurostat) : office statistique des Communautés européennes, Eurostat fait partie de la **Commission européenne (Commission des Communautés européennes)** et est chargé de l'établissement des statistiques de la Communauté.

EuroStoxx (EURO STOXX) : STOXX Limited publie les indices Dow Jones Stoxx retraçant l'évolution des cours des actions pour l'ensemble de l'Europe. L'indice Dow Jones EuroStoxx appartient à ce groupe d'indices boursiers. C'est un indice large des cours des actions des pays de la **zone euro**. En outre, trois classifications sectorielles (par secteurs d'activité économique, par compartiments de marché et par sous-indices sectoriels) sont disponibles pour l'indice Dow Jones EuroStoxx.

Eurosystème (Eurosystem) : il comprend la **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales (BCN) des États membres ayant adopté l'**euro** au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire** (cf. **zone euro**). Il y a actuellement douze BCN dans l'Eurosystème. L'Eurosystème est dirigé par le **Conseil des gouverneurs** et le **Directoire** de la BCE.

Facilité de dépôt (Deposit facility) : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'effectuer, auprès d'une banque centrale nationale, des **dépôts à vue** rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé (cf. **taux d'intérêt 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 banque centrale nationale, des crédits à 24 heures à un taux d'intérêt prédéterminé contre actifs éligibles (cf. **taux d'intérêt directeurs de la BCE**).

Financement par endettement des agents non financiers de la zone euro (Debt financing of the euro area non-financial sectors) : cette notion recouvre l'endettement des **ménages**, des **sociétés non financières** et des **administrations publiques**. Il peut prendre les formes suivantes : prêts consentis par les **institutions financières monétaires (IFM)** et les autres sociétés financières de la zone euro, **titres de créance** émis par les sociétés non financières et les administrations publiques ; **réserves pour fonds de pension des sociétés non financières** ; et dépôts de l'**administration centrale**. Les prêts des administrations publiques, des sociétés non financières ou des banques établies hors de la zone euro, les produits financiers dérivés, les actions, autres titres de participation et **autres comptes à payer** ne sont pas inclus. Sur une base annuelle, une mesure plus large de cet endettement peut être calculée, incluant également les prêts des agents non financiers et des banques résidant hors de la zone euro.

Garantie (Collateral) : actif livré (aux banques centrales par les **établissements de crédit**, par exemple) en garantie du remboursement des concours, ou actif cédé (par les établissements de crédit à la banque centrale, par exemple) dans le cadre d'**accords de pension**.

Groupe d'experts du droit des sociétés de haut niveau (High Level Group of Company Law Experts) : créé par la **Commission européenne (Commission des communautés européennes)** en septembre 2001, il a pour but de fournir des recommandations en vue d'un cadre réglementaire moderne pour le droit des sociétés dans l'Union européenne. En janvier 2002, le Groupe a rédigé un rapport sur les questions liées à la Directive sur les offres publiques d'achat. En avril 2002, le mandat du Groupe a été étendu pour traiter de manière spécifique différentes questions relatives au gouvernement d'entreprise.

IFM (MFI) : cf. **Institutions financières monétaires**.

Indice Nikkei 225 (Nikkei 225 index) : indice des 225 entreprises japonaises les mieux cotées à la Bourse de Tokyo. Il s'agit d'un indice pondéré par la valeur de marché des actions (c'est-à-dire que le cours de chaque action est multiplié par le nombre d'actions émises), la pondération de chaque action dans l'indice étant par conséquent proportionnelle à sa valeur de marché.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)] : mesure des prix utilisée par le **Conseil des gouverneurs** aux fins d'évaluation de la **stabilité des prix**. L'IPCH a été élaboré par la **Commission européenne (Commission des Communautés européennes) (Eurostat)** en étroite collaboration avec les Instituts de statistique nationaux et l'**Institut monétaire européen (IME)** et, ultérieurement, la **Banque centrale européenne (BCE)**, afin de respecter l'obligation faite par le **Traité** de construire un indice des prix à la consommation sur une base comparable, en tenant compte des différences dans les définitions nationales.

Indice Standard & Poor's 500 (Standard & Poor's 500 index) : Standard & Poor's publie un certain nombre d'indices qui mesurent l'évolution des marchés boursiers dans l'ensemble des États-Unis et l'indice Standard & Poor's 500 est l'un d'entre eux. Il se compose de 500 actions choisies sur la base de la taille de marché, de la liquidité et de la représentativité par rapport au secteur d'activité. Il s'agit d'un indice pondéré par la valeur de marché des actions (c'est-à-dire que le cours de chaque action est multiplié par le nombre d'actions émises), la pondération de chaque action dans l'indice étant par conséquent proportionnelle à sa valeur de marché.

Institut monétaire européen (IME) [European Monetary Institute (EMI)] : institution à caractère temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le 1^{er} janvier 1994. Les deux missions principales de l'IME consistaient à renforcer la coopération entre banques centrales et la coordination des politiques monétaires et effectuer les préparatifs nécessaires à la mise en place du **Système européen de banques centrales (SEBC)** en vue de la conduite de la politique monétaire unique et de la création d'une monnaie unique au cours de la phase III. Il a été mis en liquidation, le 1^{er} juin 1998, après l'instauration de la **Banque centrale européenne (BCE)**.

Institutions financières monétaires (IFM) [Monetary Financial Institutions (MFIs)] : institutions financières qui forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Elles incluent l'**Eurosystème**, les **établissements de crédit** résidents (tels que définis par la législation communautaire) et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et à consentir pour leur propre compte (du moins en termes économiques) des crédits et/ou effectuer des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement d'**OPCVM monétaires**. À fin 2002, la zone euro comptait 8 545 IFM, (13 banques centrales, 6 907 établissements de crédit, 1 620 OPCVM monétaires et 5 autres institutions financières).

Lien entre systèmes de règlement de titres (Link between securities settlement systems) : ensemble des procédures et dispositifs entre **systèmes de règlement de titres** permettant l'échange de titres par inscription en compte. À titre de solution de rechange au **MBCC**, l'Eurosystème utilise les liens éligibles pour la mobilisation transfrontière des garanties.

Livraison contre paiement (LCP) [Delivery versus payment (DVP)] : mécanisme, dans un **système de règlement de titres**, garantissant que la livraison des actifs (titres ou autres instruments financiers) ne se produit que si, et seulement si, le paiement intervient.

M1, M2, M3 : cf. **Agrégats monétaires**.

MBCC (CCBM) : cf. **Modèle de banque centrale correspondante**.

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, c'est-à-dire les titres de créance d'une durée initiale supérieure à un an.

Marché d'actions (Equity market) : marché sur lequel sont émis et négociés des titres conférant à leur porteur un droit de propriété partiel sur le capital d'une entreprise. La principale différence avec les **titres de créance** réside dans le fait que les actions n'ont pas à être remboursées par l'émetteur.

Marge de variation (ou valorisation au prix du marché) [Variation margin (or marking to market)] : l'**Eurosystème** impose le maintien d'une marge sur les actifs mobilisés pendant la durée d'une **opération de cession temporaire** destinée à fournir de la liquidité. Dans ce cadre, si la valeur de marché des actifs pris en garantie mesurée régulièrement devient inférieure à un niveau déterminé, les **contreparties** doivent fournir des actifs (ou des espèces) supplémentaires. À l'inverse, si la valeur de marché des actifs mobilisés, après revalorisation, s'avère supérieure au montant dû par une contrepartie majoré de la marge de variation, la banque centrale restitue à la contrepartie les actifs (ou espèces) en excédent.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (exchange rate mechanism II)] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la **zone euro** et les États membres de l'UE ne participant pas à cette zone dès le début de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)**. La participation au mécanisme est facultative. Néanmoins, les États membres bénéficiant d'une dérogation devraient y adhérer. Actuellement, la couronne danoise participe au MCE II avec une marge de fluctuation de 2,25 % de part et d'autre de son cours pivot vis-à-vis de l'**euro**. Les interventions sur le marché des changes et le financement à la marge des bandes de fluctuation normales ou plus étroites sont, en principe, automatiques et illimités avec possibilité de financement à très court terme. La **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales hors zone euro participantes pourraient, toutefois, suspendre les interventions automatiques si celles-ci devaient se révéler incompatibles avec leur objectif principal de maintien de la **stabilité des prix**.

Mécanisme d'interconnexion (Interlinking mechanism) : un des composants du système **Target**. Ce terme désigne les infrastructures et les procédures qui lient les **systèmes RBTR** nationaux afin de permettre le traitement des paiements transfrontière dans le système **Target**.

Mécanisme de restructuration de la dette souveraine [Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM)] : initiative du FMI visant à créer un cadre juridique pour la restructuration de la dette souveraine. Ce dispositif permettrait aux débiteurs et créanciers de parvenir à un accord rapide et global en cas d'endettement particulièrement élevé.

Ménages (Households) : un des secteurs institutionnels du **Système européen de comptes (SEC 95)**. Il comprend les individus ou groupes d'individus en tant que consommateurs mais également, le cas échéant, en tant qu'entrepreneurs (c'est-à-dire entreprises individuelles ou sociétés de personnes). Conformément au SEC 95, les institutions sans but lucratif au service des ménages forment un secteur institutionnel distinct, bien qu'elles soient souvent regroupées avec les ménages dans les statistiques.

Modèle de banque centrale correspondante (MBCC) [Correspondent central banking model (CCBM)] : mécanisme élaboré par le **Système européen de banques centrales (SEBC)** en vue de permettre aux **contreparties** d'obtenir un crédit auprès de la banque centrale du pays dans lequel elles sont établies en utilisant des **garanties** détenues dans un autre pays. Dans le MBCC, une banque centrale nationale (BCN) assure, pour le compte des autres BCN, la fonction de conservateur des titres détenus dans son **système de règlement de titres** national.

Monnaie électronique [Electronic money (e-money)] : réserve électronique de valeur monétaire stockée sur un support technique pouvant être largement utilisé en tant qu'instrument au porteur prépayé pour effectuer des paiements au profit d'établissements autres que l'institution émettrice sans que les transactions impliquent nécessairement le recours à des comptes bancaires (cf. **Carte multi-usage prépayée**).

Monnaie fiduciaire (Currency in circulation) : elle comprend les billets et les pièces en circulation qui sont couramment utilisés pour effectuer des paiements. Sur l'ensemble de l'année 2002, la monnaie fiduciaire a englobé les billets émis par l'**Eurosystème** et par d'autres **Institutions financières monétaires (IFM)** (en Irlande et au Luxembourg) ainsi que les pièces émises par les **administrations centrales** de la **zone euro**, libellés en **euros** et dans les anciennes monnaies nationales, bien que l'euro constitue la seule monnaie ayant cours légal depuis le 1^{er} mars 2002. Les billets libellés dans les anciennes monnaies nationales ne figurent plus dans les billets en circulation depuis le 1^{er} janvier 2003, que ce soit dans les situations financières de l'**Eurosystème** ou à des fins statistiques. Il en va de même des pièces libellées dans les anciennes monnaies nationales. La monnaie fiduciaire figurant dans **M3** est un concept net, c'est-à-dire qu'il se rapporte uniquement aux billets et pièces en circulation qui sont détenus en dehors du secteur des IFM (la monnaie détenue par les IFM, appelée « encaisses », a été soustraite). En outre, la monnaie fiduciaire ne comprend pas le propre stock de billets de la banque centrale (étant donné qu'ils ne sont pas émis) ni les pièces commémoratives (qui ne sont pas couramment utilisées pour effectuer des paiements).

Muraille de Chine (Chinese wall) : ensemble de règles et procédures mises en place pour empêcher que des informations internes provenant notamment des cercles responsables de la mise en œuvre de la politique monétaire, ne parviennent aux milieux en charge de la gestion de portefeuille. Elle vise à empêcher tout abus lié à l'utilisation d'informations internes ou toute situation donnant à penser qu'un tel abus s'est produit, que ce soupçon soit justifié ou non.

Normes comptables internationales [International Accounting Standards (IAS)] : spécifications émises par le **Conseil des normes comptables internationales**. Il s'agit de normes internationales applicables portant sur la fourniture d'informations transparentes et comparables dans les états financiers à vocation générale. En avril 2001, le Conseil des normes comptables internationales a annoncé que ses normes comptables seraient désormais appelées *International Financial Reporting Standards (IFRS)* (**Normes d'information financière internationales**).

Normes IFRS [International Financial Reporting Standards (IFRS)] : cf. Normes comptables internationales (IAS).

Obligation non adossée (Uncovered bond) : obligation ayant pour seul support l'intégrité de l'emprunteur et non adossée à une **garantie**.

Observatoire des systèmes de paiements électroniques (ePSO) [Electronic Payment Systems Observatory (ePSO)] : infrastructure ouverte de partage d'informations sur les paiements électroniques. Elle vise à favoriser des échanges de vues entre les intervenants de marché et à servir de source d'information. À l'origine, cet Observatoire était une initiative de la **Commission européenne**, mais il est géré par la BCE depuis début 2003. Le site Internet e-PSO est accessible à l'adresse www.e-pso.info.

OPCVM (UCITS) : organisme de placement collectif de l'épargne, dont l'objet est de placer les fonds reçus du public en contrepartie desquels il émet des parts. Ces parts d'OPCVM sont, à la demande de leurs détenteurs, rachetées ou liquidées sur la base de l'actif net de l'organisme.

OPCVM monétaire (Money market fund) : organisme de placement collectif dont les placements sont effectués principalement dans des instruments du marché monétaire et/ou d'autres titres de créance mobilisables dont l'échéance résiduelle est inférieure ou égale à un an, et/ou dont l'objectif est d'offrir un rendement proche des taux du marché 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 ferme (Outright transaction) : opération par laquelle des actifs sont achetés ou vendus pour la durée restant à courir (au comptant ou à terme).

Opération d'open market (Open market operation) : opération réalisée sur l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux, qui implique l'une des transactions suivantes : (1) achat ou vente ferme d'actifs (au comptant ou à terme) ; (2) achat ou vente d'actifs dans le cadre d'un **accord de pension** ; (3) prêt ou emprunt contre des actifs admis en **garantie** ; (4) émission de certificats de dette de banque centrale ; (5) reprises de liquidité en blanc ; ou (6) **swaps** de change euros contre devises.

Opération principale de refinancement (Main refinancing operation) : opération d'**open market** exécutée par l'**Eurosystème** de manière régulière sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Les opérations principales de refinancement sont réalisées par voie d'**appels d'offres normaux** hebdomadaires et ont, en général, une échéance de deux semaines.

Opération de refinancement à plus long terme (Longer-term refinancing operation) : opération d'*open market* que l'**Eurosystème** exécute de manière régulière sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Les opérations de refinancement à plus long terme sont effectuées par voie d'**appels d'offres normaux** mensuels et sont 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 aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire.

Option (Option) : instrument financier qui donne au propriétaire le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent spécifique (une obligation ou une action, par exemple) à un cours préalablement fixé (prix d'exercice) au plus tard à une date ultérieure définie à l'avance (date d'exercice ou d'échéance). Une option d'achat donne au détenteur le droit d'acquérir l'actif sous-jacent à un prix d'exercice convenu, tandis qu'une option de vente lui donne le droit de le vendre à un prix d'exercice convenu.

Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth Pact) : se compose de deux règlements du **Conseil de l'Union européenne** sur : (1) le renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques ; et sur (2) l'accélération et la clarification de la mise en œuvre de la procédure applicable en cas de déficit excessif, et d'une Résolution du **Conseil européen** relative au Pacte de stabilité et de croissance adoptée le 17 juin 1997 lors du sommet d'Amsterdam. Ce pacte vise à maintenir une situation saine des finances publiques au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)** afin de fournir une meilleure assise pour la **stabilité des prix** et une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. Plus précisément, des soldes budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent sont requis comme objectif à moyen terme devant permettre aux États membres de faire face à des fluctuations conjoncturelles normales, tout en maintenant le déficit public sous la valeur de référence de 3 % du PIB. En vertu du Pacte de stabilité et de croissance, les États participant à l'UEM présentent des **programmes de stabilité**, tandis que les pays non participants continuent de soumettre des **programmes de convergence**.

Paiements de montant élevé (Large-value payments) : paiements de montant généralement très élevé, qui s'effectuent principalement entre banques ou opérateurs sur les marchés de capitaux et doivent normalement faire l'objet d'un règlement prioritaire et rapide.

Parlement européen (European Parliament) : composé de 626 représentants des citoyens des États membres, il participe au processus législatif, mais avec des prérogatives qui varient selon les procédures d'adoption de la législation de l'Union européenne. Dans le cadre de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le Parlement a essentiellement des compétences consultatives. Toutefois, le **Traité** prévoit certaines procédures relatives à la responsabilité démocratique de la **Banque centrale européenne (BCE)** devant le Parlement (présentation du *Rapport annuel*, débat général sur la politique monétaire, auditions devant les commissions parlementaires compétentes).

Pays candidats à l'adhésion (Accession countries) : à l'heure actuelle, treize pays d'Europe centrale et orientale et du pourtour méditerranéen sont reconnus par le **Conseil européen** comme étant candidats à l'adhésion à l'Union européenne (UE). Les dix pays suivants ont été invités à adhérer à l'UE le 1^{er} mai 2004, après signature et ratification ultérieure du **Traité d'adhésion** : Chypre, la République tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie,

la Lituanie, la Malte, la Pologne, la Slovaquie et la Slovénie. Deux autres pays, la Bulgarie et la Roumanie, ont déjà entamé des négociations en vue d'une adhésion et ont la perspective d'entrer dans l'UE en 2007. La Turquie est, elle aussi, officiellement candidate à l'adhésion et participe au Dialogue économique au sein de l'UE, mais les négociations avec ce pays n'ont pas encore débuté. Par pays candidats à l'adhésion, le présent *Rapport annuel* entend les douze pays avec lesquels des négociations sont achevées ou en cours, en vue de leur participation à l'Union européenne.

Période de constitution des réserves (Maintenance period) : période sur laquelle est calculée la conformité des **établissements de crédit** aux obligations en matière de **réserves obligatoires**. La période de constitution des réserves obligatoires de l'**Eurosystème** est d'un mois. Elle débute le 24^{ème} jour de calendrier de chaque mois et se termine le 23^{ème} jour de calendrier du mois suivant.

Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents de la zone euro (Net external assets of the MFI sector) : différence entre les créances des **institutions financières monétaires (IFM)** de la **zone euro** sur les non-résidents et leurs engagements vis-à-vis de ces derniers. Les créances des IFM de la zone euro sur les non-résidents comprennent principalement l'or, les avoirs en billets libellés dans des devises autres que l'euro, les avoirs en titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents de la zone euro (y compris les dépôts effectués auprès de banques implantées hors zone euro). Les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents recouvrent principalement les dépôts des non-résidents de la zone euro et les prêts octroyés par les non-résidents. Les variations de la position créditrice nette du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents rendent compte essentiellement des opérations effectuées par les non-IFM de la zone euro avec leurs **contreparties** hors zone euro et dont l'intermédiation est assurée par le secteur des IFM.

Position extérieure (position extérieure créditrice ou débitrice) [International investment position (i.i.p.) (or external asset or liability position)] : la valeur et la composition du stock de créances et d'engagements financiers d'une économie sur le reste du monde. Actuellement, la position extérieure de la zone euro est calculée sur une base nette par agrégation des données nationales.

Prise en pension [Repurchase operation (repo)] : opération de cession temporaire destinée à fournir des liquidités et fondée sur un **accord de pension**.

Programmes de convergence (Convergence programmes) : cf. **Programmes de stabilité**.

Programmes de stabilité (Stability programmes) : estimations et plans à moyen terme des administrations publiques, soumis par les pays de la **zone euro**, concernant l'évolution des principales variables économiques en vue de la réalisation de l'objectif à moyen terme, tel que défini dans le **Pacte de stabilité et de croissance**, d'un solde budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent. Les mesures destinées à assainir les soldes budgétaires et les scénarios économiques sous-jacents sont mis en évidence. Les programmes de stabilité doivent être actualisés chaque année. Ils sont examinés par la **Commission européenne (Commission des Communautés européennes)** et le **Comité économique et financier**, dont les rapports servent de base à une évaluation par le **Conseil Ecofin**, centrée, en particulier, sur le point de savoir si l'objectif budgétaire à moyen terme du programme est conforme à une situation budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent et prévoit une marge

de sécurité suffisante permettant d'éviter un déficit excessif. Les pays ne participant pas à la zone euro doivent présenter chaque année des programmes de convergence, conformément au Pacte de stabilité et de croissance.

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 un règlement du **Conseil de l'UE** 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 par les services de l'**Eurosystème** afin de prévoir les scénarios possibles concernant les évolutions macroéconomiques futures au sein de la **zone euro**. Les projections pour la zone euro sont obtenues à l'aide de procédures garantissant leur cohérence avec les projections relatives à chaque pays. Publiées deux fois par an, elles s'inscrivent dans le cadre du second pilier de la **stratégie de politique monétaire** de la **Banque centrale européenne (BCE)** et sont un des éléments servant à l'évaluation, par le **Conseil des gouverneurs**, des risques pour la **stabilité des prix**.

Rapports sur le respect des normes et des codes [Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSCs)] : dans ces rapports, le FMI et la Banque mondiale évaluent dans quelle mesure un pays membre observe les normes et codes reconnus sur le plan international dans douze domaines : la diffusion des données, la transparence budgétaire, la transparence en matière de politique monétaire et financière, la surveillance bancaire, les titres, les assurances, les systèmes de paiement, le gouvernement d'entreprise, la comptabilité, l'audit, les défaillances et les droits des créanciers, et les mesures prises contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Les rapports sur le respect des normes et codes sont préparés et publiés à la demande du pays membre du FMI.

Ratio de déficit (Deficit ratio) : objet d'un des critères relatifs aux finances publiques servant à établir l'existence d'un déficit excessif et inscrits à l'article 104 (2) du **Traité**. Il est défini comme le rapport entre le déficit public prévu ou effectif et le produit intérieur brut aux prix du marché, le déficit public étant défini au Protocole n° 20 (sur la procédure applicable en cas de déficit excessif) comme le besoin net de financement des **administrations publiques**.

Ratio de la dette publique (Debt ratio) : objet d'un des critères relatifs aux finances publiques servant à établir l'existence d'un déficit excessif, et inscrits à l'article 104 (2) du **Traité**. Il est défini comme le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut aux prix du marché, la dette publique étant définie au Protocole n° 20 (sur la procédure applicable en cas de déficit excessif) comme l'encours total, en valeur nominale, constitué en fin d'année, de la dette brute consolidée des secteurs des **administrations publiques**.

Référence (Benchmark) : 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 au calcul de la performance différentielle du portefeuille effectivement constitué. Dans le cadre de la gestion des réserves de change de la **Banque centrale européenne (BCE)**, la référence stratégique correspond à un portefeuille

de référence dont la composition traduit les préférences à long terme de la BCE en matière d'arbitrage rendement/risque. Ses caractéristiques ne sont modifiées que dans des circonstances exceptionnelles. La référence tactique traduit les préférences de la BCE en termes d'arbitrage rendement/risque à horizon de quelques mois et repose sur les conditions en vigueur sur le marché. Elle fait l'objet d'un réexamen mensuel.

Réserves de fonds de pension des sociétés non financières (Pension fund reserves of non-financial corporations) : provisions ou fonds similaires constitués par les sociétés non financières en vue du paiement des retraites de leurs salariés (« fonds de pension non autonomes »).

Réserves obligatoires (Reserve requirement) : obligation pour les établissements de crédit assujettis de détenir des réserves auprès de leur banque centrale. Dans le cadre du système de réserves obligatoires de l'**Eurosystème**, les réserves obligatoires d'un établissement de crédit assujetti sont calculées en multipliant le **taux de réserves** fixé pour chaque catégorie d'éléments de l'**assiette des réserves** par le montant relatif à ces éléments figurant au bilan de l'établissement. En outre, les établissements ont la faculté de déduire un **abattement forfaitaire** de leurs réserves obligatoires.

Revenu monétaire (Monetary income) : revenu dégagé par les banques centrales nationales dans l'exercice des missions de politique monétaire de l'**Eurosystème**. Ce revenu est issu d'actifs identifiés conformément aux orientations déterminées par le **Conseil des gouverneurs** et détenus en contrepartie des billets en circulation et des dépôts des établissements de crédit.

Risque de 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.

Simulation de crise (Stress testing) : analyse des résultats d'une stratégie de placement sous certaines hypothèses d'évolution négative des facteurs de risque pertinents (augmentation de la volatilité et de la corrélation entre les instruments du portefeuille, par exemple).

Simulation sur le passé (Back-testing) : analyse des résultats qu'aurait donnés une stratégie d'investissement si un investisseur l'avait appliquée dans le passé au cours d'une période définie.

Sociétés non financières (Non-financial corporations) : un des secteurs institutionnels du **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**. Il regroupe les unités institutionnelles dont les opérations de répartition et les opérations financières sont distinctes de celles de leurs propriétaires. Les sociétés non financières recouvrent l'ensemble des unités dotées de la personnalité juridique qui sont des producteurs marchands et dont l'activité principale consiste à produire des biens et des services non financiers.

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 l'objectif principal de la **Banque centrale européenne (BCE)**. En octobre 1998, le **Conseil des gouverneurs** a publié une définition quantitative de la stabilité des prix afin de donner une orientation claire aux anticipations relatives à l'évolution des prix et en vertu du principe de responsabilité.

Le Conseil des gouverneurs a défini la stabilité des prix comme une progression de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2 % par an pour la **zone euro**. Le Conseil des gouverneurs a annoncé que la stabilité des prix, selon cette définition, devait être maintenue à moyen terme. La définition fixe une limite supérieure pour le taux d'inflation mesuré et, parallèlement, l'emploi du terme de « progression » indique que la déflation, c'est-à-dire le recul prolongé du niveau de l'IPCH, ne serait pas jugée compatible avec la stabilité des prix.

Stratégie de politique monétaire (Monetary policy strategy) : la stratégie de politique monétaire de la **Banque centrale européenne (BCE)** repose sur la définition quantitative de la **stabilité des prix** et sur deux cadres d'analyse (les « piliers ») qui concourent à l'évaluation des risques pesant sur la stabilité future des prix. Le premier pilier assigne un rôle de premier plan à la monnaie : les informations contenues dans les évolutions monétaires et du crédit font l'objet d'une analyse approfondie. Il comporte l'annonce d'une **valeur de référence pour la croissance monétaire** et s'appuie sur plusieurs modèles dans lesquels les évolutions monétaires et du crédit contribuent à déterminer ou à projeter les évolutions de prix. Le second pilier repose sur l'analyse d'une large gamme d'autres indicateurs économiques et financiers. Il comporte divers modèles dans lesquels les tensions s'exerçant sur les coûts et l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et du travail déterminent les évolutions de prix.

Swap de change (Foreign exchange swap) : échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme. L'**Eurosystème** peut exécuter des **opérations d'open market** sous la forme de *swaps* de change par lesquels les banques centrales nationales [ou la **Banque centrale européenne (BCE)**] achètent ou vendent l'**euro** au comptant contre une devise et le revendent ou le rachètent simultanément à terme.

Système européen de banques centrales (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)] : constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des banques centrales nationales (BCN) de chacun des quinze États membres, il comprend, outre les membres de l'**Eurosystème**, les BCN des États membres qui n'ont pas encore adopté l'**euro**. Le SEBC est administré par le **Conseil des gouverneurs**, par le **Directoire** de la BCE et par le troisième organe de décision de la BCE, le **Conseil général**.

Système européen de comptes 1995 (SEC 95) [European System of Accounts (ESA 95)] : système de définitions et de classifications statistiques homogènes visant à fournir une présentation harmonisée des données statistiques publiées par les États membres. Le SEC 95 est la version, propre à la Communauté, du système international des comptes nationaux 1993 (SCN93). Le SEC 95 est une nouvelle version du système européen, dont la mise en œuvre a débuté courant 1999, conformément au Règlement du Conseil (CE) n° 2223/96.

Système RBTR (système de règlement brut en temps réel) [RTGS (real-time gross settlement) system] : système de règlement dans lequel traitement et règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans compensation) en temps réel (en continu) (cf. *Target*).

Système de règlement net [Net settlement system (NSS)] : système de transfert de fonds dans lequel les opérations de règlement sont effectuées sur une base nette bilatérale ou multilatérale.

Système de règlement de titres [Securities settlement system (SSS)] : système permettant le transfert de titres ou autres actifs financiers *franco* de paiement ou contre paiement (**livraison contre paiement, LCP**).

Système de transfert de fonds (STF) [Funds transfer system (FTS)] : dispositif formel établi par contrat privé ou en vertu d'un texte officiel, impliquant de multiples participants, des règles communes et des modalités normalisées pour la transmission et le règlement d'obligations portant sur une somme d'argent nées entre les participants.

Système de transfert de fonds entre banques (STFB) [Interbank funds transfer system (IFTS)] : système de transfert de fonds dans lequel la plupart (ou la totalité) des participants directs sont des **établissements de crédit**.

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 **RBTR** pour les paiements en **euros**. Ce système décentralisé se compose des quinze systèmes RBTR nationaux et du mécanisme de paiement de la **Banque centrale européenne (BCE)**, qui sont reliés entre eux au moyen de procédures communes (**mécanisme d'interconnexion**) de manière à permettre le passage, d'un système à l'autre, des transferts transfrontière à travers l'Union européenne.

Target 2 (Target 2) : deuxième génération du système **Target** qui sera développée afin d'accroître l'intégration financière dans la **zone euro**. Les principaux objectifs de **Target 2** consisteront à (a) mieux répondre aux besoins des utilisateurs en fournissant un niveau de service largement harmonisé, (b) garantir l'efficacité en termes de coûts et (c) être susceptible de s'adapter rapidement aux évolutions à venir, et notamment à l'élargissement de l'Union européenne et de l'**Eurosystème**. Dans le système **Target 2**, les banques centrales nationales conserveront la responsabilité des comptes et des relations avec les **établissements de crédit**.

Taux de change effectifs (nominaux/réels) (TCE) [Effective (nominal/real) exchange rates (EERs)] : les taux de change effectifs nominaux sont une moyenne géométrique pondérée de différents taux de change bilatéraux. 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. La **Banque centrale européenne (BCE)** calcule les indices de TCE nominal de l'**euro** par rapport aux devises d'un groupe restreint et d'un groupe élargi de partenaires commerciaux de la **zone euro**. Depuis janvier 2001, le groupe restreint se compose de 12 partenaires commerciaux, industrialisés et récemment industrialisés, et le groupe élargi de 38 partenaires commerciaux, parmi lesquels des économies émergentes et en transition. Les indices de TCE réel de la zone euro sont calculés en utilisant différentes mesures de prix et de coûts.

Taux de décote (Valuation haircut) : mesure de contrôle du risque appliquée aux actifs pris en garantie, utilisée dans le cadre des **opérations de cession temporaire**, par laquelle la banque centrale évalue les actifs pris en garantie à partir de leur valeur de marché diminuée d'un certain pourcentage (taux de décote). L'**Eurosystème** applique des taux de décote différents selon les caractéristiques des actifs et notamment leur durée résiduelle.

Taux d'intérêt des banques de dépôts (Retail bank interest rates) : cf. **Taux d'intérêt des IFM**.

Taux d'intérêt directeurs de la BCE (Key ECB interest rates) : taux d'intérêt qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la **Banque centrale européenne (BCE)** et sont fixés par le Conseil des gouverneurs. À l'heure actuelle, les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont le **taux de soumission minimal** appliqué aux **opérations principales de refinancement**, le taux d'intérêt de la **facilité de prêt marginal** et le taux de la **facilité de dépôt**.

Taux d'intérêt des IFM (MFI interest rates) : taux d'intérêt que les établissements de crédit et autres institutions résidents appliquent aux dépôts libellés en euros et aux prêts aux ménages et aux sociétés non financières résidant dans la zone euro. Les obligations relatives aux statistiques de taux d'intérêt des IFM sont définies dans le règlement BCE/2001/18 du 20 décembre 2001. Le terme « **taux d'intérêt des banques de dépôts** » se réfère aux statistiques non harmonisées élaborées dans une optique de court terme et à l'aide des statistiques nationales déjà existantes concernant ces taux.

Taux de réserves (Reserve ratio) : coefficient établi par la banque centrale pour chaque catégorie d'éléments de bilan inclus dans l'**assiette des réserves**. Ces coefficients servent à calculer les **réserves obligatoires**.

Taux de soumission minimal (Minimum bid rate) : taux d'intérêt le plus bas auquel les **contreparties** peuvent soumissionner dans le cadre des **opérations principales de refinancement** réalisées par voie d'appels d'offres à taux variable. En tant que **taux directeur de la BCE**, il joue actuellement le rôle qui revenait auparavant au taux des appels d'offres à taux fixe.

Taux de swap Eonia (Eonia swap rate) : un *swap* Eonia est un contrat par lequel deux parties s'engagent à échanger une série de flux de paiements assortis d'un taux variable indexé sur l'Eonia contre une série de flux de paiements à taux fixe sur une période de temps convenue. Le taux d'intérêt de la composante fixe de ce type de *swap* est appelé taux de *swap* Eonia et reflète le niveau moyen attendu de l'Eonia sur la durée du *swap*. Les *swaps* Eonia sont offerts pour des échéances de une à trois semaines ainsi que de un à douze mois et sont négociés de gré à gré de manière bilatérale sur le marché monétaire.

Titres de créance (Debt securities) : ces titres représentent une promesse par lequel l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates futures déterminées à l'avance. Ils sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et sont parfois vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les revenus du détenteur d'obligations sont par conséquent constitués des paiements de coupon et de la différence entre le prix d'acquisition et son cours de marché en cas de vente ou sa valeur de remboursement. Ces titres sont négociables et peuvent être échangés sur des marchés secondaires mais ils ne donnent à leur porteur aucun droit de propriété sur l'émetteur. Les instruments du marché monétaire et, en principe, les placements privés sont inclus dans les statistiques de la **Banque centrale européenne (BCE)** relatives aux titres de créance.

Titres d'OPCVM monétaires (Money market fund shares and units) : titres émis par un **OPCVM monétaire**.

Traité (Treaty) : ce terme désigne le traité instituant la Communauté européenne. Signé à Rome le 25 mars 1957, le Traité est entré en vigueur le 1^{er} janvier 1958. Il a institué la Communauté économique européenne (CEE), qui est devenue la Communauté européenne

(CE), et est souvent désigné sous le terme de « traité de Rome ». Le traité sur l'Union européenne a été signé à Maastricht (d'où son appellation courante de « traité de Maastricht »), le 7 février 1992, et est entré en vigueur le 1^{er} novembre 1993. Il a modifié le traité portant création de la Communauté européenne et a institué l'Union européenne. Le « traité d'Amsterdam », signé à Amsterdam le 2 octobre 1997 et entré en vigueur le 1^{er} mai 1999 ainsi que, tout récemment, le « traité de Nice », signé le 26 février 2001 et entré en vigueur le 1^{er} février 2003, ont modifié tant le traité portant création de la Communauté européenne que le traité sur l'Union européenne.

UEM (EMU) : cf. **Union économique et monétaire.**

UMTS (Universal Mobile Telecommunications System) : système de télécommunication mobile de « troisième génération ». Des licences pour des fréquences de télécommunication mobile sont vendues ou attribuées par les États membres de l'Union européenne à des sociétés de télécommunications.

Union économique et monétaire (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)] : le **Traité** distingue trois étapes dans le processus de l'UEM de l'Union européenne (UE). La phase I de l'UEM a commencé en juillet 1990 et s'est achevée le 31 décembre 1993 : elle a surtout été caractérisée par la levée de tous les obstacles internes à la libre circulation des capitaux au sein de l'UE. La phase II de l'UEM, qui a débuté le 1^{er} janvier 1994, a notamment comporté la création de l'**Institut monétaire européen (IME)**, l'interdiction du financement du secteur public par les banques centrales et de son accès privilégié aux institutions financières, ainsi que la nécessité d'éviter les déficits publics excessifs. La phase III a démarré le 1^{er} janvier 1999, avec le transfert des compétences monétaires à la **Banque centrale européenne (BCE)** et l'introduction de l'**euro**. Le processus de création de l'UEM s'est achevé avec le passage à l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002.

Valeur de référence pour la croissance monétaire (Reference value for monetary growth) : le **Conseil des gouverneurs** assigne à la monnaie un rôle de premier plan dans la conduite de la politique monétaire unique, ce qui implique que les **agrégats monétaires** et leurs contreparties fassent l'objet d'une analyse approfondie en termes d'informations relatives à l'évolution future des prix. À cette fin, une valeur de référence est annoncée pour le taux de croissance de l'agrégat monétaire **M3**. Celle-ci a été calculée d'une façon qui soit compatible et qui serve la réalisation de la **stabilité des prix**, telle que définie par le **Conseil des gouverneurs**, et ce, à partir des hypothèses de moyen terme concernant la croissance tendancielle du PIB en volume et la vitesse de circulation tendancielle de M3. Des écarts importants ou persistants de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, indiquer des risques pour la stabilité des prix à moyen terme. Toutefois, le concept de valeur de référence n'implique pas que le Conseil des gouverneurs s'engage à corriger de façon systématique les écarts de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence.

Valeur de référence pour la situation budgétaire (Reference value for the fiscal position) : le Protocole n° 20 du **Traité**, relatif à la **procédure de déficit excessif**, fixe des valeurs de référence explicites pour le **ratio de déficit** des administrations publiques (3 % du PIB) et le ratio de la **dette publique** (60 % du PIB) (cf. le **Pacte de stabilité et de croissance**).

Valeur en risque (Value at Risk – VaR) : mesure du risque de perte maximale sur un portefeuille durant une période spécifique et à un niveau de probabilité donné.

Volatilité implicite du marché boursier (Implied stock market volatility) : mesure de la volatilité anticipée des cours des actions qui peut être extraite des prix des **options**. Étant donné le prix de marché observé d'une option sur action, la volatilité implicite peut être extraite à l'aide de la formule standard de valorisation des options qui dépend explicitement, entre autres, de la volatilité anticipée du prix de l'actif sous-jacent durant la période allant jusqu'à l'expiration de l'option. Les actifs sous-jacents peuvent être des indices boursiers, tels que l'indice Dow Jones **EuroStoxx 50**. En se fondant sur des hypothèses appropriées, la volatilité implicite peut être interprétée comme l'estimation par le marché de la volatilité sur la durée de vie résiduelle de l'option.

Volatilité implicite du marché obligataire (Implied bond market volatility) : mesure de la volatilité anticipée des cours des obligations (ou des contrats à terme portant sur des obligations) qui peut être extraite des prix des **options**. Étant donné le prix de marché observé d'une option sur obligation, la volatilité implicite peut être extraite à l'aide de la formule standard de valorisation des options qui dépend explicitement, entre autres, de la volatilité anticipée du prix de l'actif sous-jacent durant la période allant jusqu'à l'expiration de l'option. Les actifs sous-jacents peuvent être des obligations telles que l'emprunt de l'État fédéral allemand (Bund) à dix ans ou des contrats à terme sur obligations. En se fondant sur des hypothèses appropriées, la volatilité implicite peut être interprétée comme l'estimation par le marché de la volatilité sur la durée de vie résiduelle de l'option.

Volatilité implicite des taux d'intérêt (Implied interest rate volatility) : mesure de la volatilité anticipée des taux d'intérêt à court terme et à long terme futurs, qui peut être extraite des prix des **options**. Étant donné le prix de marché observé d'une option de taux d'intérêt, la volatilité implicite peut être extraite à l'aide d'une formule standard de valorisation des options qui dépend explicitement, entre autres, de la volatilité anticipée du prix de l'actif sous-jacent durant la période allant jusqu'à l'expiration de l'option. Les actifs sous-jacents peuvent être des contrats à terme (contrats *futures*) portant sur des taux d'intérêt à court terme, comme le contrat **Euribor** trois mois, ou sur des emprunts publics à long terme, tels que les contrats sur obligations de l'État fédéral allemand (contrats *Bunds*) à dix ans. En se fondant sur des hypothèses appropriées, la volatilité implicite peut être interprétée comme l'estimation par le marché de la volatilité sur la durée de vie résiduelle de l'option.

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 (BCE)**. La zone euro comprend actuellement la Belgique, l'Allemagne, la Grèce (depuis le 1^{er} janvier 2001), l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande.

