



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSISTÈME

RAPPORT ANNUEL 2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

RAPPORT ANNUEL
2010

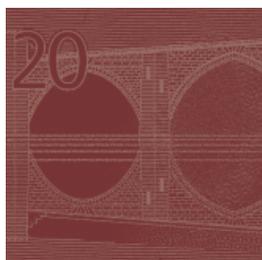
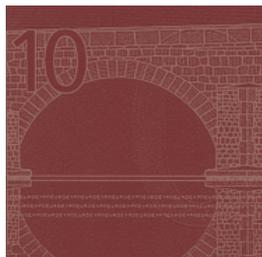
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



RAPPORT ANNUEL 2010

En 2011, toutes
les publications
de la BCE comportent
un motif figurant sur
le billet de 100 euros.

© Banque centrale européenne, 2011

Adresse

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

Adresse postale

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

Téléphone

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Télécopie

+49 69 1344 6000

Traduction effectuée par la Banque nationale de Belgique, la Banque de France et la Banque centrale européenne. En cas de divergence d'interprétation, seul le texte original fait foi. Tous droits réservés.

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

*Photographies :
Andreas Böttcher
ESKQ
ISOCHROM.com
Robert Metsch
Walter Vorjohann*

La date d'arrêt des statistiques figurant dans le présent Rapport est le 25 février 2011.

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

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	11	2.3 Les procédures de règlement pour les garanties	119
CHAPITRE I		3 LES BILLETS ET PIÈCES	121
LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE		3.1 La circulation des billets et pièces et le traitement de la monnaie fiduciaire	121
1 LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE	18	3.2 La contrefaçon des billets et la lutte contre la contrefaçon	122
2 LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES, MONÉTAIRES ET ÉCONOMIQUES	26	3.3 La production et l'émission des billets	123
2.1 L'environnement macroéconomique mondial	26	4 LES STATISTIQUES	126
2.2 Les évolutions monétaires et financières	32	4.1 Les nouvelles statistiques et les statistiques améliorées de la zone euro	126
2.3 Les évolutions de prix et de coûts	59	4.2 Les autres évolutions statistiques	126
2.4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail	68	4.3 Les besoins statistiques découlant de la crise financière	127
2.5 Les évolutions budgétaires	79	5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE	129
2.6 Les évolutions des taux de change et de la balance des paiements	85	5.1 Les priorités de la recherche et les réalisations	129
3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE HORS ZONE EURO	91	5.2 La diffusion des résultats de recherche : publications et conférences	130
CHAPITRE 2		6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS	132
LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE		6.1 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	132
1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT	102	6.2 Les fonctions consultatives	132
1.1 Les opérations d' <i>open market</i> et les facilités permanentes	102	6.3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'Union européenne et du Fonds européen de stabilité financière, ainsi que des prêts bilatéraux coordonnés en faveur de la République hellénique	137
1.2 Les opérations de change et les opérations menées avec d'autres banques centrales	111	6.4 Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	138
1.3 Le programme pour les marchés de titres	112	CHAPITRE 3	
1.4 Le programme d'achat d'obligations sécurisées	112	L'ENTRÉE DE L'ESTONIE DANS LA ZONE EURO	
1.5 Les activités de placement	112	1 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES EN ESTONIE	142
2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES	115		
2.1 Le système TARGET2	115		
2.2 TARGET2-Titres	117		

2 LES ASPECTS JURIDIQUES DE L'INTÉGRATION DE L'EESTI PANK DANS L'EUROSYSTÈME	146	2 LES QUESTIONS INSTITUTIONNELLES	178
3 LES ASPECTS OPÉRATIONNELS DE L'INTÉGRATION DE L'EESTI PANK DANS L'EUROSYSTÈME	148	3 L'AMÉLIORATION DE LA GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE DANS L'UE	179
4 LE PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE EN ESTONIE	150	4 LES ÉVOLUTIONS DANS LES PAYS CANDIDATS À L'UE ET LES RELATIONS AVEC CEUX-CI	181
CHAPITRE 4 LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES		CHAPITRE 6 MISSIONS RELATIVES AU FONCTIONNEMENT DU CONSEIL EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE (CERS)	
I LA STABILITÉ FINANCIÈRE	154	1 LE CADRE INSTITUTIONNEL	184
1.1 Le suivi de la stabilité financière	154	2 LES ACTIVITÉS DU SECRÉTARIAT PRÉPARANT LA MISE EN PLACE DU CERS	186
1.2 Les dispositifs de stabilité financière	156	3 LE SUPPORT ANALYTIQUE, STATISTIQUE, LOGISTIQUE ET ADMINISTRATIF AU CERS	187
2 LA RÈGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES	159	CHAPITRE 7 LES QUESTIONS INTERNATIONALES	
2.1 Le secteur bancaire	159	1 LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL	192
2.2 Les valeurs mobilières	160	2 LA COOPÉRATION AVEC DES PAYS HORS UE	196
2.3 Les normes comptables	162	CHAPITRE 8 LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ	
3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE	163	1 LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN	202
4 LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ	167	2 QUELQUES SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN	203
4.1 Les systèmes de paiement de montant élevé et les fournisseurs d'infrastructures	167	CHAPITRE 9 LA COMMUNICATION EXTERNE	
4.2 Les systèmes et les instruments de paiement de détail	169	1 LA POLITIQUE DE COMMUNICATION	206
4.3 La compensation et le règlement-livraison de titres et de produits dérivés	170	2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION	207
4.4 Autres activités	171		
CHAPITRE 5 LES QUESTIONS EUROPÉENNES			
I LES QUESTIONS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE	174		

**CHAPITRE 10
LE CADRE INSTITUTIONNEL,
L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS**

I LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE	212
1.1 L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales	212
1.2 Le Conseil des gouverneurs	213
1.3 Le Directoire	216
1.4 Le Conseil général	218
1.5 Les comités de l'Eurosystème/ du SEBC, le Comité budgétaire, la Conférence sur les ressources humaines et le Comité de pilotage informatique de l'Eurosystème	219
1.6 Le gouvernement d'entreprise	220
2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION	224
2.1 La gestion des ressources humaines	224
2.2 Les relations avec le personnel et le dialogue social	225
2.3 Le nouveau site de la BCE	225
2.4 L'Office de coordination des achats de l'Eurosystème	226
2.5 Les questions environnementales	226
2.6 La gestion des services informatiques	227
3 LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES	228
4 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC	229
5 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE	230
Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2010	231
Bilan au 31 décembre 2010	236
Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2010	238
Les règles et méthodes comptables	239
Annexe au bilan	245
Annexe au compte de résultat	260
Rapport du commissaire aux comptes indépendant	265
Annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes	267

6 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSISTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2010 268

ANNEXES

INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE	272
AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE	276
CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSISTÈME	285
COMMUNICATIONS DE LA BCE RELATIVES AUX APPORTS DE LIQUIDITÉ	288
PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE	293
GLOSSAIRE	294
LISTE DES ENCADRÉS	
1 Les mesures non conventionnelles en 2010	19
Graphique Écarts de rendement des obligations d'État en 2010 et début 2011	20
2 Comparaison des évolutions récentes des prêts consentis par les IFM au secteur privé non financier avec les épisodes précédents de ralentissement et de reprise de l'économie	36
Graphique A Croissance annuelle des prêts en volume consentis par les IFM au secteur privé non financier durant les principales périodes de ralentissement et de reprise de l'économie depuis 1990	37
Graphique B Croissance annuelle du PIB en volume durant les principales périodes de ralentissement et de reprise de l'économie depuis 1990	37

	Graphique C Croissance annuelle des prêts en volume accordés par les IFM aux ménages durant les principales périodes de ralentissement et de reprise de l'économie depuis 1990	38		Graphique C Régimes de restriction et d'expansion s'agissant des critères d'octroi des crédits et critères d'octroi des crédits aux sociétés non financières de la zone euro	57
	Graphique D Croissance annuelle des prêts en volume consentis par les IFM aux sociétés non financières durant les principales périodes de ralentissement et de reprise de l'économie depuis 1990	39	5	La dynamique des cours des matières premières et son incidence sur l'inflation mesurée par l'IPCH	61
3	L'évolution des mesures des anticipations d'inflation issues du marché en 2010	46		Graphique A Évolution des cours des matières premières	61
	Graphique A Points morts d'inflation et taux des <i>swaps</i> indexés sur l'inflation	46		Tableau Transmission des cours du pétrole brut aux prix à la consommation de l'énergie	63
	Graphique B Variations des points morts d'inflation et variations des rendements nominaux et réels en 2010	46		Graphique B Matières premières industrielles et prix à la production des biens intermédiaires	64
	Graphique C Décomposition des points morts d'inflation anticipés à long terme sur la base d'un modèle de la structure par terme	47	6	Le comportement d'épargne des ménages dans la zone euro	70
	Graphique D Points morts d'inflation anticipés à cinq ans dans la zone euro et aux États-Unis	47		Graphique A Revenu, consommation et épargne des ménages	71
4	L'interprétation des indicateurs d'enquêtes relatifs aux critères d'octroi des crédits aux entreprises	55		Graphique B Patrimoine financier net des ménages	72
	Graphique A Évolutions des critères d'octroi des crédits appliqués à l'approbation des prêts ou des lignes de crédit aux entreprises	55	7	Les évolutions récentes du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis : principales différences et perspective historique	75
	Graphique B Accès des entreprises de la zone euro aux prêts bancaires	56		Graphique Évolutions de l'emploi dans la zone euro et aux États-Unis	76
				Tableau Indicateurs du marché du travail dans la zone euro et aux États-unis	78
			8	Coûts et avantages macroéconomiques associés à l'assainissement budgétaire	83
			9	Les incidences statistiques de l'élargissement de la zone euro à l'Estonie	145
			10	Le réseau de recherche du SEBC dans le domaine macroprudentiel	188
				LISTE DES TABLEAUX	
			1	Évolution des prix	60
			2	Indicateurs de coûts de main-d'œuvre	66

3	Structure de la croissance du PIB en volume	69	11	Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour	41
4	Évolutions du marché du travail	74	12	Rendements des emprunts publics à long terme	42
5	Situation budgétaire dans la zone euro et les pays de la zone euro	80	13	Écarts de rendement des emprunts publics d'une sélection de pays de la zone euro	45
6	Procédures de déficit excessif dans les pays de la zone euro	81	14	Points morts d'inflation calculés à partir des obligations zéro coupon de la zone euro	45
7	Croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	91	15	Principaux indices boursiers	48
8	IPCH des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	92	16	Prêts des IFM aux ménages	50
9	Situation budgétaire des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	93	17	Taux d'intérêt sur les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières	51
10	Balance des paiements des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	94	18	Endettement des ménages et charges d'intérêts	51
11	Stratégies officielles de politique monétaire des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	98	19	Coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro	52
12	Flux de paiements dans TARGET2	116	20	Ventilation par instruments du financement externe des sociétés non financières	53
13	Répartition de la production des billets en euros en 2010	124	21	Ratios de rentabilité des sociétés non financières cotées de la zone euro	54
14	Principaux indicateurs économiques de l'Estonie	142	22	Ratios d'endettement des sociétés non financières	58

LISTE DES GRAPHIQUES

1	Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour de l'euro	18	24	Contributions des principales composantes à l'IPCH	60
2	Taux d'intérêt depuis l'intensification de la crise financière	19	25	Ventilation des prix à la production	65
3	Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées	26	26	Ventilation sectorielle de la rémunération par tête	67
4	Principales évolutions des prix des matières premières	31	27	Coûts de main-d'œuvre dans la zone euro	67
5	M3 et prêts au secteur privé	32	28	Décomposition du déflateur du PIB	67
6	Principales composantes de M3	33	29	Évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro	68
7	Taux d'intérêt des IFM appliqués aux dépôts à court terme et taux du marché monétaire	33	30	Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume	69
8	Ventilation sectorielle des dépôts	34	31	Indicateurs de confiance	70
9	Contreparties de M3	35	32	Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution	74
10	Taux à 3 mois de l'Eurepo, de l'Euribor et des <i>swaps</i> de taux d'intérêt au jour le jour	41	33	Chômage	75

34	Évolutions budgétaires dans la zone euro	82
35	Évolutions des taux de change et de leurs volatilités implicites	86
36	Taux de change effectifs nominal et réel de l'euro	87
37	Solde du compte de transactions courantes et composantes	88
38	Exportations en volume de la zone euro à destination des principaux partenaires commerciaux	88
39	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	89
40	Principales rubriques du compte financier	89
41	Évolutions des devises de l'UE participant au MCE II	95
42	Évolutions des devises de l'UE ne participant pas au MCE II par rapport à l'euro	96
43	Taux directeurs de la BCE et Eonia	102
44	Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2010	104
45	Opérations de politique monétaire : volume des encours	106
46	Garanties éligibles par types d'actifs	108
47	Actifs livrés en garantie dans les opérations de crédit de l'Eurosystème comparés aux encours de crédit dans les opérations de politique monétaire	109
48	Répartition par types d'actifs (y compris les créances privées) livrés en garantie	109
49	Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2010	121
50	Valeur des billets en euros en circulation entre 2002 et 2010	121
51	Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2010 par coupure	122
52	Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2010	123
53	Ventilation des faux billets en euros par coupure en 2010	123

ABRÉVIATIONS

PAYS

BE	Belgique
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
GR	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LV	Lettonie
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
HU	Hongrie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PL	Pologne
PT	Portugal
RO	Roumanie
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
JP	Japon
US	États-Unis

AUTRES

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BRI	Banque des règlements internationaux
CE	Communauté européenne
CUMIM	Coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière
cvs	Corrigé des variations saisonnières
DTS	Droit de tirage spécial
EEE	Espace économique européen
FBCF	Formation brute de capital fixe
FMI	Fonds monétaire international
HWWI	Institut de recherche économique de Hambourg
IDE	Investissements directs étrangers
IFM	Institution financière monétaire
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
NEM	Nouveaux États membres
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIT	Organisation internationale du travail
PDE	Procédure de déficit excessif
PECO	Pays d'Europe centrale et orientale
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes nationaux 1995
TCE	Taux de change effectif
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire

Ainsi qu'il est d'usage dans la Communauté, les pays de l'Union européenne sont énumérés dans ce *Rapport annuel* en suivant l'ordre alphabétique de leur nom dans la langue nationale.

Sauf indication contraire, toutes les références à des numéros d'article du Traité correspondent à la numérotation appliquée depuis l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne le 1^{er} décembre 2009.

AVANT-PROPOS



En 2010, la conduite de la politique monétaire s'est inscrite dans un contexte marqué par la reprise économique dans la zone euro, d'une part, et par la persistance de tensions sur les marchés financiers, d'autre part. Le redressement de l'économie réelle au cours de l'année 2010 s'est révélé un peu plus robuste que prévu. Cette évolution est liée en partie à la reprise de l'économie mondiale, mais les évolutions nationales ont également contribué à cette dynamique positive. Dans l'ensemble, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 1,7% environ en 2010, après s'être contracté de 4,1% en 2009. S'agissant de l'évolution des prix, les taux d'inflation ont augmenté courant 2010, reflétant essentiellement le renchérissement des matières premières à l'échelle mondiale. Dans le même temps, les tensions inflationnistes sous-jacentes d'origine interne sont restées modérées. Par conséquent, le taux d'inflation annuel moyen s'est établi à 1,6% en 2010, contre 0,3% en 2009.

Dans ce contexte, en 2010 et début 2011, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser

inchangé le taux des opérations principales de refinancement, au niveau historiquement bas de 1% qui avait été fixé en mai 2009. Cette décision était conforme au diagnostic d'un maintien des perspectives d'inflation à moyen terme à un niveau compatible avec la stabilité des prix en 2010. Les anticipations de croissance plus favorables et la dynamique à court terme de l'inflation n'étaient donc pas considérées comme une menace pour la stabilité des prix à moyen terme. Les évolutions de la monnaie et du crédit ont confirmé le diagnostic selon lequel les tensions inflationnistes au-delà du court terme devraient rester contenues. Les anticipations d'inflation sont demeurées solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme. Cet ancrage traduit la forte crédibilité dont bénéficie la politique monétaire de la BCE.

S'agissant des mesures non conventionnelles de politique monétaire prises par l'Eurosystème en réponse à la crise financière, l'amélioration de la situation sur les marchés financiers en 2009 et durant les tout premiers mois de 2010 a permis à la BCE de réduire son rôle d'intermédiation. De vives tensions sont toutefois réapparues sur les marchés financiers en mai. Ces évolutions ont été interprétées comme étant le résultat des préoccupations croissantes du marché quant à la soutenabilité des finances publiques, en particulier en Grèce, sur fond de signes manifestes de contagion à d'autres marchés de la dette publique de la zone euro. La liquidité sur ces compartiments du marché secondaire de la zone euro s'est asséchée. En outre, la révision des notations et la baisse des prix ont donné lieu à de fréquents appels de marge et à une revalorisation à la baisse des actifs du système bancaire, qui ont entraîné une diminution brutale et prononcée de la valeur des garanties bancaires. Pour finir, les marchés des pensions privées ont été touchés. Les écarts de rendement sur le marché monétaire se sont de nouveau creusés, parallèlement à la baisse du volume d'activité sur le compartiment au jour le jour, à l'élargissement des fourchettes de cotation et à la détérioration de la situation

sur le marché des obligations sécurisées ainsi que sur celui des obligations du secteur privé. Face à cette situation, le Conseil des gouverneurs a réintroduit certaines mesures non conventionnelles qu'il avait déjà supprimées ou prévu de supprimer progressivement. En particulier, l'Eurosystème a décidé de maintenir la procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, lors de ses opérations régulières de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois pour la période comprise entre fin mai et fin décembre, et a annoncé qu'il procéderait, en mai, à une nouvelle opération de refinancement d'une durée de six mois, la totalité des soumissions étant servie. En outre, le dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (lignes de *swap*) conclu avec le Système fédéral de réserve des États-Unis a été réactivé et un Programme s'adressant aux marchés de titres (*Securities Markets Programme*) a été mis en place. Ce programme a permis à l'Eurosystème d'intervenir sur les marchés obligataires afin de rétablir un fonctionnement plus approprié du mécanisme de transmission de la politique monétaire en cas de dysfonctionnement de certains compartiments du marché. L'incidence de ces achats sur la liquidité a été intégralement neutralisée par des opérations hebdomadaires de retrait de liquidité.

En ce qui concerne la réforme financière, des mesures importantes ont été prises en 2010 pour renforcer la résistance du secteur financier. Au plan mondial, l'agenda ambitieux approuvé par les ministres et les gouverneurs du G20 a donné une impulsion qui a permis de franchir certaines étapes. L'accord trouvé par le Comité de Bâle et approuvé par le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire sur le dispositif Bâle III représente un renforcement substantiel des exigences en liquidité et en fonds propres des banques, constituant la pierre angulaire du nouveau cadre prudentiel. La BCE souscrit pleinement à ce nouveau cadre et considère que la mise en œuvre progressive de Bâle III ainsi convenue devrait constituer une priorité.

Un autre axe de travail important pour le renforcement de la résistance du système financier a été constitué par la contribution du Conseil de stabilité financière à l'élaboration d'un cadre intégré pour réduire les risques et les externalités associés aux institutions financières d'importance systémique. La BCE, en tant que membre du Conseil de stabilité financière, considère qu'il est important de construire un cadre adéquat permettant d'assurer un degré élevé de cohérence internationale et de favoriser ainsi des conditions de concurrence équitables tout en réduisant autant que possible les risques d'arbitrage réglementaire.

La réforme du cadre de prévention, de gestion et de résolution des crises s'est accélérée en 2010. Cette réforme vise à mettre en place un cadre de coordination des politiques à l'échelle de l'UE et à renforcer le cadre réglementaire de l'UE. La BCE a participé activement à ces travaux et l'Eurosystème a soutenu l'établissement d'un cadre de résolution au niveau de l'UE.

L'instauration du Conseil européen du risque systémique (CERS) le 16 décembre 2010 a représenté une avancée majeure en termes d'enseignements tirés de la crise par l'Europe. Le CERS effectuera la surveillance macroprudentielle dans l'Union européenne, consistant à identifier, évaluer et classer les risques systémiques par ordre de priorité, et à émettre des alertes et à formuler des recommandations selon le principe « agir ou se justifier ». Avec les nouvelles Autorités européennes de surveillance (AES) et les autorités nationales de surveillance, le CERS fait partie du nouveau Système européen de surveillance financière (SESF). La BCE assure le secrétariat du CERS et lui fournit un soutien analytique, statistique, logistique et administratif. Les travaux préparatoires pour le CERS à la BCE ont commencé par la création du Secrétariat préparant la mise en place du CERS le 1^{er} mars 2010. L'organe de décision du CERS a tenu sa première réunion le 20 janvier 2011.

La BCE a continué d'apporter sa contribution aux principales initiatives d'ordre réglementaire

et politique visant à renforcer la stabilité des infrastructures des marchés financiers, plus particulièrement pour les produits dérivés de gré à gré. En avril 2010, la BCE a publié un rapport sur les enseignements tirés de la crise financière en ce qui concerne le fonctionnement des infrastructures des marchés financiers européens. En outre, une évaluation des systèmes de paiement d'importance systémique conduite par les banques centrales a montré que les différents opérateurs de systèmes maintiennent à un niveau de qualité élevée leurs dispositifs de continuité opérationnelle et de communication de crise. La BCE a de plus continué d'assumer un rôle de catalyseur des activités du secteur privé en favorisant l'action collective. S'agissant de l'Espace unique de paiement en euros (SEPA), la BCE a apporté un soutien ferme aux travaux des législateurs européens pour créer la dynamique nécessaire à l'aboutissement du projet SEPA. Le règlement actuellement en projet imposant des dates butoirs de migration vers le SEPA, aux termes duquel il sera mis fin à l'utilisation des instruments de paiement nationaux, est essentiel pour que l'adoption du SEPA se fasse sans heurts et de façon rapide.

En ce qui concerne les services de banque centrale, l'Eurosystème exploite le système de paiement de montant élevé TARGET2. La plate-forme unique TARGET2 facilite le règlement brut en temps réel des transactions en euros et permet à vingt-trois banques centrales de l'UE et à leurs communautés d'utilisateurs respectives de bénéficier des mêmes services étendus et avancés. Des progrès notables ont été réalisés en 2010 s'agissant du programme de l'Eurosystème pour la création d'une nouvelle plate-forme de règlement-livraison de titres multidevises appelée TARGET2-Titres (T2S). Des avancées ont été réalisées pendant l'année sur des points fondamentaux du projet, certains étant finalisés, par exemple la décision arrêtant la politique de tarification et la création d'un cadre de gouvernance fixant les modalités de participation de l'Eurosystème, des banques centrales nationales hors zone euro, des dépositaires centraux de titres et des intervenants

de marché aux évolutions et à l'exploitation futures de T2S. Les travaux pour la mise en place d'une plate-forme unique (CCBM2) pour la mobilisation des garanties de l'Eurosystème ont également progressé. Ce système, dont le démarrage est prévu en 2013, permettra à l'Eurosystème d'offrir à ses contreparties une gestion des garanties efficace et optimisée en termes de coût ainsi que des services de gestion de la liquidité améliorés.

Pour ce qui concerne les questions organisationnelles, le nombre total d'agents de la BCE en équivalent temps plein était de 1 421,5 à fin 2010 (1 385,5 à fin 2009). Cette augmentation est essentiellement due aux nouvelles missions confiées à la BCE en lien avec le secrétariat du CERS et, de façon plus générale, avec le soutien apporté à ce Comité. Les membres du personnel de la BCE sont originaires des vingt-sept pays membres de l'UE et sont engagés dans le cadre de campagnes de recrutement ouvertes, visant à pourvoir les postes vacants, qui font l'objet d'annonces publiées sur le site internet de la BCE. Conformément à la politique de mobilité de la BCE, 204 agents ont effectué une mobilité interne en 2010, tandis que huit agents ont été détachés dans d'autres organisations pour bénéficier d'une expérience professionnelle en externe et que 36 agents ont bénéficié d'un congé sans solde pour poursuivre des études, prendre des fonctions dans une autre organisation ou pour des motifs d'ordre personnel. L'acquisition et le développement permanents de qualifications et de compétences par tous les membres du personnel sont demeurés la pierre angulaire de la stratégie de la BCE en matière de ressources humaines.

Les évolutions relatives à la responsabilité sociale de l'entreprise ont porté sur la diversité et l'éthique professionnelle. La BCE est pleinement engagée à l'égard de la diversité et a publié une déclaration relative à sa politique en ce domaine. Un cadre d'éthique professionnelle renforcé applicable aux membres du personnel de la BCE est entré en vigueur en 2010.

La cérémonie de pose de la première pierre le 19 mai 2010 a marqué le début officiel des principaux travaux d'édification du nouveau siège de la BCE. Début 2010, les différents appels d'offres ont été finalisés avec succès et les contrats pour des travaux représentant près de 80% des coûts de construction calculés ont été attribués dans le cadre du budget envisagé. La construction du nouveau siège devrait être achevée fin 2013.

S'agissant des comptes financiers, la BCE a dégagé un excédent de 1,33 milliard d'euros en 2010, après 2,22 milliards en 2009. Le Conseil des gouverneurs a décidé de doter, au 31 décembre 2010, un montant de 1,16 milliard d'euros à la provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or, la portant ainsi à son plafond de 5,18 milliards, qui correspondait à la valeur des parts dans le capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro à cette date. Le montant de cette provision est réexaminé tous les ans. Le bénéfice net de la BCE, après cette dotation à la provision, s'élève à 170 millions d'euros en 2010. Ce montant a été réparti entre les BCN de la zone euro proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.

Francfort-sur-le-Main, mars 2011



Jean-Claude Trichet



Le nouveau siège de la BCE, vu de l'est, avec le centre-ville de Francfort-sur-le-Main en arrière-plan

CHAPITRE I

**LES ÉVOLUTIONS
ÉCONOMIQUES ET LA
POLITIQUE MONÉTAIRE**

I LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

En 2010, l'Eurosystème a de nouveau été confronté à un environnement très difficile, caractérisé par des tensions renouvelées sur les marchés financiers. De graves perturbations ont été observées sur certains marchés obligataires de la zone euro, notamment à partir de mai 2010, reflétant la crise de la dette souveraine. S'agissant des aspects positifs, les perspectives d'inflation sont restées modérées, exemptes de tensions déflationnistes ou inflationnistes à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. L'inflation mesurée par l'IPCH s'est progressivement renforcée au cours de l'année, s'établissant à 1,6% en moyenne en 2010, contre 0,3% en 2009. Les évolutions de la croissance économique ont été relativement favorables en 2010, compte tenu notamment du sévère ralentissement de l'économie observé en 2009, et les données publiées ainsi que les enquêtes effectuées en cours d'année ont généralement indiqué des performances économiques légèrement meilleures que prévu. Dans cet environnement, le Conseil des gouverneurs a estimé que l'orientation accommodante de la politique monétaire était appropriée et a donc laissé les taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés aux niveaux historiquement bas qu'ils avaient atteints en mai 2009. Le taux d'intérêt des opérations principales de

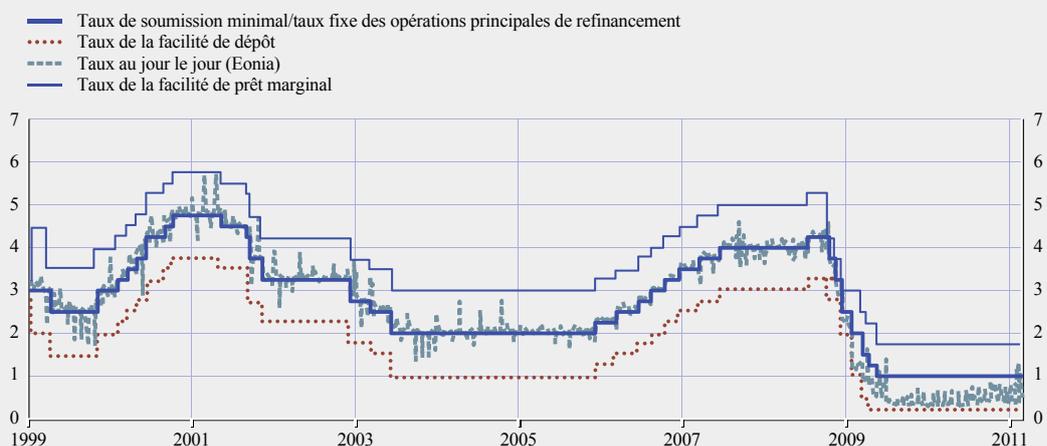
refinancement s'est établi à 1,00% pendant toute l'année 2010, celui de la facilité de dépôt à 0,25% et celui de la facilité de prêt marginal à 1,75% (cf. graphique 1).

Un examen plus attentif des évolutions des taux d'intérêt depuis l'intensification de la crise financière, qui a suivi la faillite de l'institution financière américaine Lehman Brothers le 15 septembre 2008, permet de mettre en lumière quelques dates essentielles introduisant une nouvelle phase de cette crise (cf. graphique 2).

Les évolutions positives du fonctionnement du marché monétaire courant 2009 ont permis la suppression, début 2010, de certaines des mesures non conventionnelles adoptées en vue d'améliorer le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Toutefois, en mai 2010, un nouvel épisode de la crise a commencé à se déployer. Avec la montée des préoccupations quant à la soutenabilité des finances publiques, en particulier dans certains pays de la zone euro, les marchés obligataires de ces pays ont connu des dysfonctionnements importants. Eu égard au rôle des marchés d'emprunts publics dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, la BCE a lancé son Programme pour

Graphique 1 Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour de l'euro

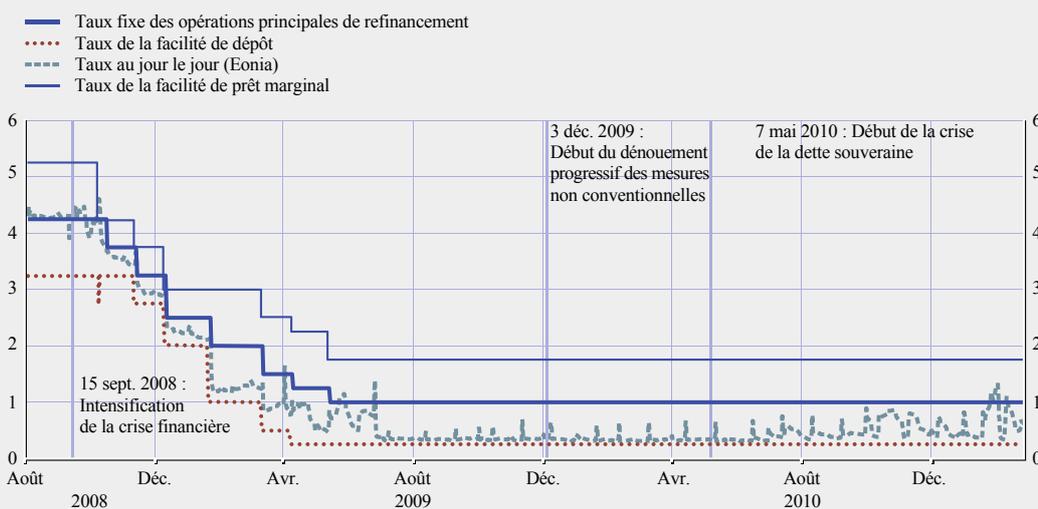
(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

Graphique 2 Taux d'intérêt depuis l'intensification de la crise financière

(en pourcentages annuels ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Thomson Reuters

les marchés de titres et réintroduit certaines des mesures non conventionnelles qui avaient été abandonnées au cours des mois précédents (cf. encadré 1). Comme toutes les autres mesures non conventionnelles adoptées depuis

octobre 2008 durant la période de vives tensions sur les marchés financiers, ce programme est, par construction, de nature temporaire et parfaitement compatible avec la mission de maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

Encadré 1

LES MESURES NON CONVENTIONNELLES EN 2010¹

Les mesures non conventionnelles de politique monétaire de la BCE ont constitué une réponse exceptionnelle à une situation exceptionnelle. Elles sont, par construction, de nature temporaire. De fait, début 2010, certaines mesures non conventionnelles qui n'étaient plus nécessaires ont été supprimées, conformément à la décision du Conseil des gouverneurs de décembre 2009, à la faveur de l'amélioration des conditions sur les marchés financiers et sur la base du constat que le mécanisme de transmission de la politique monétaire fonctionnait à nouveau de façon plus normale. Plus précisément, le Conseil des gouverneurs a décidé en décembre 2009 que l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de douze mois du mois en cours serait la dernière de ce type ; qu'une seule nouvelle opération d'une durée de six mois serait conduite (en mars 2010) ; et que les opérations supplémentaires d'une durée de trois mois seraient suspendues. En outre, en coordination avec d'autres banques centrales, la BCE a suspendu les opérations temporaires d'apport de liquidité en devises en février 2010. Par ailleurs, en mars 2010, il a été décidé de

¹ Pour des informations complémentaires sur les mesures prises par la BCE en réponse à la crise financière, du début de la crise à début septembre 2010, cf. l'article intitulé *Les mesures prises par la BCE en réponse à la crise financière* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2010.

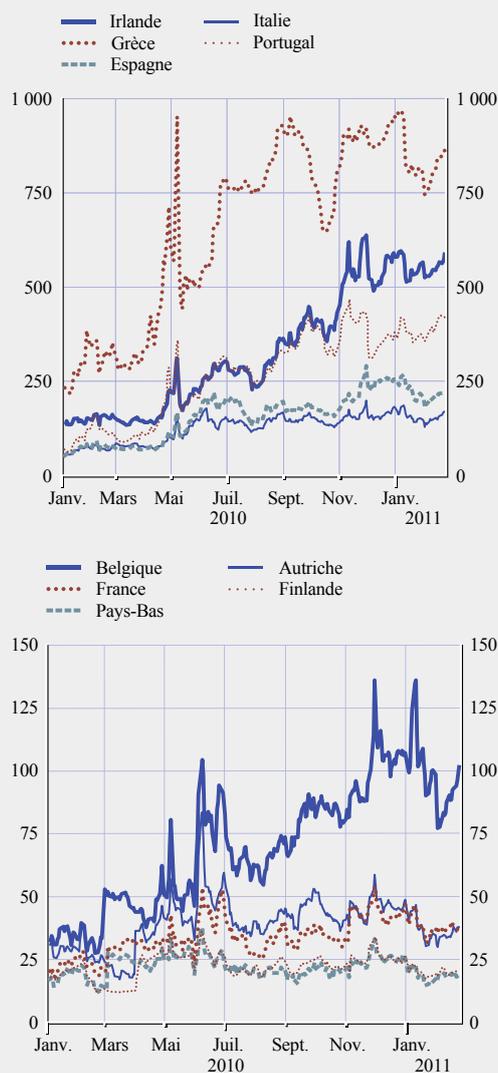
revenir à une procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois. Enfin, le Programme d'achat d'obligations sécurisées, initié en mai 2009 pour une période d'un an, s'est achevé en juin 2010, l'Eurosystème ayant acquis 60 milliards d'euros d'obligations sécurisées de la zone euro libellées en euros, comme prévu. En revanche, d'autres éléments du soutien renforcé au crédit de la BCE ont été maintenus, notamment le recours à la procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations principales de refinancement.

Au printemps 2010, des tensions sont réapparues sur certains compartiments des marchés financiers, notamment sur certains marchés d'obligations d'État de la zone euro. Les écarts de rendement des obligations à dix ans de certains États de la zone euro par rapport aux obligations de l'État allemand ont commencé à se creuser très rapidement (cf. graphique). Cette évolution s'explique essentiellement par les préoccupations croissantes des marchés quant à la viabilité des finances publiques de certains pays de la zone euro, dans un contexte de hausse des déficits et de la dette publics. Le creusement des écarts s'est accéléré en avril et début mai 2010, et ils ont atteint, les 6 et 7 mai, des niveaux sans précédent depuis le démarrage de l'UEM². Cela a conduit les gouvernements de la zone euro à annoncer, le 9 mai, toute une série de mesures, dont la mise en place de la Facilité européenne de stabilité financière.

Dans ce contexte, l'Eurosystème a annoncé le 10 mai le lancement du Programme pour les marchés de titres (*Securities Markets Programme*). Dans le cadre de ce programme, les interventions de l'Eurosystème peuvent être réalisées sur les marchés obligataires tant publics que privés de la zone euro afin de garantir la profondeur et la liquidité des compartiments du marché qui connaissent des dysfonctionnements et de rétablir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Écarts de rendement des obligations d'État en 2010 et début 2011

(en points de pourcentage)



Source : Thomson Reuters

Notes : Les écarts correspondent aux rendements des obligations d'État à dix ans rapportés au rendement de l'emprunt public allemand correspondant. En l'absence de données comparables pour les pays de la zone euro ne figurant pas sur le graphique.

2 Pour plus d'informations, cf. l'encadré intitulé *Évolutions observées début mai sur les marchés financiers* du *Bulletin Mensuel* de juin 2010

Les marchés des obligations d'État jouent un rôle essentiel dans le processus de transmission de la politique monétaire, en intervenant par le biais des canaux suivants :

- Les taux d'intérêt des obligations d'État sont généralement l'un des principaux déterminants des taux d'intérêt que les entreprises financières et non financières ont à payer lors de l'émission de leurs obligations (« le canal des prix »). Dans des conditions de fortes perturbations sur les marchés obligataires, les taux d'intérêt à court terme de la banque centrale ne se transmettent plus à un degré approprié aux taux à long terme, qui affectent les décisions des ménages et des entreprises, et par conséquent les prix.
- Les cours des obligations sensiblement plus faibles résultant des taux d'intérêt à plus long terme nettement plus élevés en raison de perturbations sur les marchés obligataires se traduisent par des pertes substantielles pour les portefeuilles des secteurs financier et non financier ; cela réduirait la capacité des banques à accorder des crédits à l'économie (le « canal du bilan »).
- Une liquidité extrêmement faible sur les marchés des obligations d'État limiterait l'utilisation des obligations d'État en tant que garantie des opérations de refinancement, ce qui serait également dommageable à l'offre de prêts bancaires (le « canal de la liquidité »).

Par conséquent, la décision a été prise de procéder à des interventions sur les marchés obligataires pour contribuer à maintenir une transmission appropriée de la politique monétaire à l'économie réelle dans la zone euro, en remédiant aux dysfonctionnements de certains compartiments des marchés de titres. Conformément aux dispositions du Traité, les achats d'obligations d'État par l'Eurosystème ont été strictement limités aux marchés secondaires.

Après les déclarations effectuées par les gouvernements de la zone euro et par la BCE les 9 et 10 mai 2010, les tensions sur les marchés financiers se sont apaisées durant une courte période, avant que les écarts de rendement ne recommencent à se creuser dans plusieurs pays durant le reste de l'année.

L'accroissement de la liquidité résultant des achats d'obligations réalisés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres est intégralement stérilisé par le biais d'opérations spécifiques de réabsorption de la liquidité, traduisant le fait que le programme n'a pas pour objectif d'injecter de la liquidité supplémentaire dans le système bancaire. Le niveau de liquidité existant et les taux en vigueur sur le marché monétaire (en d'autres termes, l'orientation de la politique monétaire) ne sont ainsi pas affectés par le programme, et par conséquent il ne comporte pas de risques inflationnistes. Fin 2010, l'Eurosystème était intervenu sur les marchés obligataires à hauteur de 73,5 milliards d'euros et avait absorbé de la liquidité sur le marché monétaire pour exactement le même montant.

Outre la mise en œuvre de cette nouvelle mesure non conventionnelle, la BCE a suspendu le 3 mai 2010, dans le cas des obligations émises ou garanties par le gouvernement grec, l'application du seuil minimum de notation du crédit requis pour l'éligibilité au titre des garanties de l'Eurosystème après la finalisation du programme conjoint de l'UE et du FMI pour la Grèce. Par ailleurs, elle a réintroduit début mai certaines des mesures non conventionnelles qui avaient été précédemment supprimées, pour éviter que les dysfonctionnements de certains marchés de la dette souveraine ne gagnent d'autres marchés financiers. Le risque existait que le

fonctionnement normal des marchés soit perturbé, notamment la première étape du mécanisme de transmission de la politique monétaire, entre la banque centrale et les établissements de crédit. Dès lors, la capacité des banques, source principale de financement dans la zone euro, à octroyer des crédits à l'économie réelle aurait pu être sérieusement compromise. Entre autres mesures, l'Eurosystème a réintroduit la procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois effectuées à partir de fin mai et conduit en mai une nouvelle opération de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois, dans laquelle la totalité des soumissions a été servie. Le dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (lignes de *swaps*) conclu avec le Système fédéral de réserve a également été réactivé.

Au vu de la persistance des tensions sur certains compartiments du marché des obligations d'État et d'une incertitude élevée, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de ses réunions de septembre et décembre 2010, que l'ensemble des opérations de refinancement à plus long terme de l'Eurosystème dont l'adjudication s'effectuerait au dernier trimestre 2010 et au premier trimestre 2011 respectivement, seraient menées par voie d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Les taux appliqués à ces opérations de refinancement à plus long terme ont été fixés à un niveau égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée des opérations respectives. Tout au long de 2010, les opérations principales de refinancement ont été conduites à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

À la suite de la grave récession de 2008-2009, la croissance économique de la zone euro est redevenue positive fin 2009 et a continué de se renforcer en 2010. Les taux de croissance trimestriels du PIB en volume au premier semestre 2010 ont été meilleurs que prévu, reflétant en partie le soutien considérable apporté par les mesures de relance budgétaire et par l'orientation accommodante de la politique monétaire, ainsi que le rebond de l'activité économique mondiale. Conformément aux anticipations, la croissance économique s'est légèrement modérée au second semestre de l'année, tandis que la dynamique de fond de la reprise de la zone euro demeurait positive. Dans l'ensemble, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de quelque 1,7% en 2010, après s'être contracté de 4,1% en 2009.

Les tensions inflationnistes sont demeurées modérées en 2010, mais des pressions à la hausse sont apparues à la fin de l'année et début 2011. Le taux d'inflation annuel moyen s'est établi à 1,6% en 2010. Il est intéressant d'examiner son évolution en glissement mensuel, la hausse annuelle de l'IPCH s'étant

progressivement renforcée en cours d'année, passant d'un point bas de 0,9% en février à 2,2% en décembre. Cette hausse progressive a largement reflété les évolutions des prix des matières premières, entraînées par la reprise économique mondiale et par des effets de base. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme fondées sur le marché et sur les enquêtes sont restées globalement ancrées à des niveaux compatibles avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir une inflation inférieure à, mais proche de 2%, à moyen terme.

Le rythme de l'expansion monétaire a progressivement augmenté en 2010 dans la zone euro. Toutefois, la croissance de l'agrégat monétaire M3 est demeurée faible, s'inscrivant à un taux moyen de 0,6% en 2010 et confortant ainsi le diagnostic d'un rythme d'expansion monétaire sous-jacent modéré et de tensions inflationnistes à moyen terme contenues. L'analyse monétaire sur laquelle se fondent l'analyse et l'évaluation des évolutions de la monnaie et du crédit a été considérablement perfectionnée au fil du temps, ce qui a permis

d'approfondir la stratégie de politique monétaire axée sur le moyen terme de la BCE¹.

REPRISE ÉCONOMIQUE PROGRESSIVE ET SUPPRESSION DE CERTAINES MESURES NON CONVENTIONNELLES

Si l'on examine de façon plus détaillée les décisions de politique monétaire prises en 2010, les informations et les analyses devenues disponibles en début d'année ont dénoté une reprise économique modérée dans la zone euro, soutenue en partie par des facteurs temporaires. De plus, cette reprise était probablement irrégulière. En particulier, les taux de croissance économique et les évolutions de l'inflation ont affiché des divergences entre les pays de la zone, de façon moins marquée toutefois qu'en 2009. Ces différences résultaient en grande partie des processus de rééquilibrage en cours au sein de la zone, reflétant les scénarios de croissance non soutenables observés dans certains pays avant la crise.

Les prévisions et projections macroéconomiques effectuées pour la zone euro sont demeurées globalement inchangées au printemps 2010. Les projections macroéconomiques de mars 2010 établies par les services de la BCE prévoyaient une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre 0,4% et 1,2% en 2010, et entre 0,5% et 2,5% en 2011. L'évolution des prix devait rester modérée à l'horizon pertinent pour la politique monétaire, les projections de hausse de l'IPCH étant comprises entre 0,8% et 1,6% en 2010 et entre 0,9% et 2,1% en 2011.

Le recoupement des conclusions de l'analyse économique avec les signaux de l'analyse monétaire a, une nouvelle fois, confirmé le diagnostic de tensions inflationnistes faibles à moyen terme. Les taux de croissance de la monnaie et du crédit sont restés faibles, même si celui de la monnaie a légèrement surestimé la décélération du rythme d'expansion monétaire sous-jacent, liée à la pente accentuée de la courbe des rendements qui a entraîné des arbitrages au détriment de M3.

Début 2010, le Conseil des gouverneurs a commencé à supprimer progressivement les

mesures d'apport de liquidité qui ne s'avéraient plus aussi nécessaires qu'auparavant, conformément aux décisions prises en décembre 2009. En particulier, le nombre des opérations de refinancement à plus long terme a été réduit. Ces mesures ont été prises dans le contexte de l'amélioration de la situation sur les marchés financiers, y compris le marché monétaire, courant 2009. Toutefois, l'Eurosystème a continué de fournir au système bancaire de la zone euro un soutien exceptionnel en liquidité, facilitant ainsi l'octroi de crédits à l'économie de la zone dans un environnement caractérisé par une incertitude persistante. Par conséquent, le taux d'intérêt au jour le jour est resté proche du taux de la facilité de dépôt, ce qui est le cas depuis l'introduction en octobre 2008 de la procédure d'adjudication à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Auparavant, les taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire avaient été pilotés essentiellement par le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement.

CRISE SUR CERTAINS MARCHÉS DE LA DETTE SOUVERAINE DEPUIS MAI 2010

Le niveau élevé des déficits publics, l'augmentation rapide des ratios de dette publique et la progression des engagements conditionnels liés aux garanties accordées aux banques ont créé les conditions propices à une nouvelle intensification de la crise financière. Les tensions sur les marchés, qui s'étaient déjà accumulées vers la fin 2009 et début 2010, ont culminé début mai 2010, les écarts de rendement entre certaines obligations souveraines de la zone euro et les emprunts d'État allemands de référence atteignant des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis l'introduction de l'euro. Le rendement des emprunts publics grecs, notamment, a atteint des niveaux très élevés par rapport à l'emprunt allemand de référence, mais les rendements des titres publics de

¹ Pour des informations plus détaillées, cf. l'article intitulé *Perfectionner l'analyse monétaire* du *Bulletin mensuel* de novembre 2010 et L. Papademos et J. Stark (eds.), *Enhancing monetary analysis*, BCE, 2010

certaines autres pays ont également été affectés. Eu égard au rôle des marchés d'emprunts publics dans la transmission de la politique monétaire à l'économie et, pour finir, aux prix, la BCE a lancé son Programme pour les marchés de titres qui a permis à l'Eurosystème d'acheter des obligations publiques et privées.

Les évolutions macroéconomiques observées au cours du premier semestre 2010 ont été plus favorables que prévu, malgré l'incidence de la crise de la dette souveraine. Ces évolutions positives ont généralement entraîné d'importantes révisions à la hausse des prévisions et projections macroéconomiques pour la zone euro publiées par la suite, dont les projections macroéconomiques de juin 2010 établies par les services de l'Eurosystème. Cela étant, des taux de croissance légèrement plus faibles étaient attendus pour le reste de l'année, la dynamique de fond restant positive. Les projections de septembre 2010 établies par les services de la BCE tablaient sur une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre 1,4% et 1,8% en 2010 et entre 0,5% et 2,4% en 2011. Cela représentait une importante révision à la hausse pour 2010 par rapport aux projections de juin 2010 établies par les services de l'Eurosystème, qui prévoyaient une croissance comprise entre 0,7% et 1,3% en 2010.

L'amélioration des conditions macroéconomiques s'est accompagnée d'évolutions plus favorables du crédit. À l'automne 2010, il est devenu de plus en plus évident que le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé avait atteint un point de retournement plus tôt dans l'année. Tandis que le taux de croissance annuel des concours aux ménages avait déjà atteint ce point de retournement au troisième trimestre 2009, celui des prêts aux sociétés non financières n'est devenu moins négatif que dans la dernière partie de 2010. Cette tendance était globalement conforme à la réaction décalée des évolutions des prêts aux sociétés non financières par rapport à l'activité économique au cours du cycle conjoncturel, qui avait également été observée lors des cycles précédents.

Après s'être globalement stabilisé au premier semestre 2010, le taux moyen au jour le jour de l'euro (Eonia) a légèrement augmenté au second semestre, en raison d'une réduction progressive de l'excédent de liquidité. Étant donné que la BCE a continué, au cours de cette période, à fournir de la liquidité en quantité illimitée aux IFM, contre remise de garanties éligibles, au taux fixe appliqué aux opérations principales de refinancement, les évolutions de l'Eonia ont été déterminées par la demande. Elles ne devaient donc pas être interprétées comme le signe d'un durcissement de l'orientation de la politique monétaire. La réduction de la demande de financement de l'Eurosystème émanant des banques pouvait plutôt s'interpréter comme le reflet de l'amélioration de l'accès au financement de marché, comme les émissions de titres de créance bancaires et les prêts interbancaires.

Vers la fin 2010, les tensions se sont de nouveau intensifiées sur certains marchés obligataires, reflétant les préoccupations grandissantes quant à la soutenabilité des finances publiques dans certains pays de la zone euro, liées en partie à la nécessité de fournir un soutien financier aux systèmes bancaires en difficulté, mais soulignant également dans une certaine mesure l'incertitude relative à différents aspects des mécanismes européens de prévention et de résolution des crises souveraines. Là encore, les rendements de certains emprunts publics ont fortement augmenté. La détérioration concomitante des conditions de financement de plusieurs banques a entraîné un accroissement du recours à la liquidité fournie par l'Eurosystème.

Les tensions observées sur certains compartiments des marchés financiers, et leur répercussion potentielle sur l'économie réelle de la zone euro, ont créé d'autres facteurs de risques à la baisse pesant sur les perspectives économiques dont il est fait état dans les projections de décembre 2010 établies par les services de l'Eurosystème, qui n'ont guère varié par rapport aux perspectives pour 2010 et 2011 publiées dans les projections de septembre 2010 établies par les services de la BCE. Selon le

Conseil des gouverneurs, les risques entourant ces perspectives économiques étaient orientés à la baisse, dans un contexte d'incertitude toujours forte. Outre les tensions sur les marchés financiers, des risques à la baisse étaient liés à de nouvelles hausses des cours du pétrole et des autres matières premières, à des pressions protectionnistes ainsi qu'à la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux. En revanche, il estimait que le commerce mondial pouvait progresser plus rapidement que prévu, soutenant par là-même les exportations de la zone euro. Dans le même temps, le niveau de confiance des chefs d'entreprise de la zone euro demeurait relativement élevé.

S'agissant de l'évolution des prix, les projections de décembre 2010 établies par les services de l'Eurosystème prévoyaient une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 1,3% et 2,3% en 2011. Le Conseil des gouverneurs considérait que les risques pesant sur les perspectives de stabilité des prix étaient globalement équilibrés, des hausses de prix plus fortes étant attendues au cours des mois à venir. Les risques à la hausse étaient notamment liés à l'évolution des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie. En outre, il estimait que les majorations de la fiscalité indirecte et les relèvements des prix administrés pourraient être plus importants que prévu, en raison de l'assainissement budgétaire auquel il faudra nécessairement procéder au cours des prochaines années.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé début septembre et début décembre 2010 de continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement spéciales dont la durée correspond à une période de constitution de réserves sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, au trimestre suivant. Par conséquent, les modalités de ces opérations de refinancement sont demeurées identiques à celles qui ont été appliquées en mai 2010. De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de ces réunions, de conduire les opérations de refinancement à plus long terme

d'une durée de trois mois, dont l'adjudication devait intervenir au dernier trimestre 2010 et au premier trimestre 2011, sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations a été fixé à un niveau égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant leur durée respective.

Début 2011, les taux d'inflation ont continué d'augmenter, reflétant essentiellement le renchérissement des matières premières. En mars 2011, le Conseil des gouverneurs a conclu, en se fondant sur l'analyse économique, que les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix étaient orientés à la hausse, tandis que le rythme sous-jacent de l'expansion monétaire restait modéré. La tendance de l'activité économique dans la zone euro demeurait positive, malgré la persistance d'une forte incertitude. Une grande vigilance s'imposait en vue de contenir les risques à la hausse pour la stabilité des prix. Il a été jugé primordial que la récente accélération de l'inflation n'entraîne pas de tensions inflationnistes généralisées à moyen terme, et le Conseil des gouverneurs a déclaré qu'il restait prêt à agir de manière résolue et en temps opportun pour éviter que les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme ne se matérialisent, l'ancrage solide, sur la durée, des anticipations d'inflation demeurant primordial.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé de continuer à conduire les opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'au 12 juillet 2011. Cette procédure a également été maintenue pour les opérations de refinancement spéciales, aussi longtemps que nécessaire, et en tout cas jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2011. De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit intervenir au deuxième trimestre 2011 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

2 LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES, MONÉTAIRES ET ÉCONOMIQUES

2.1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE MONDIAL

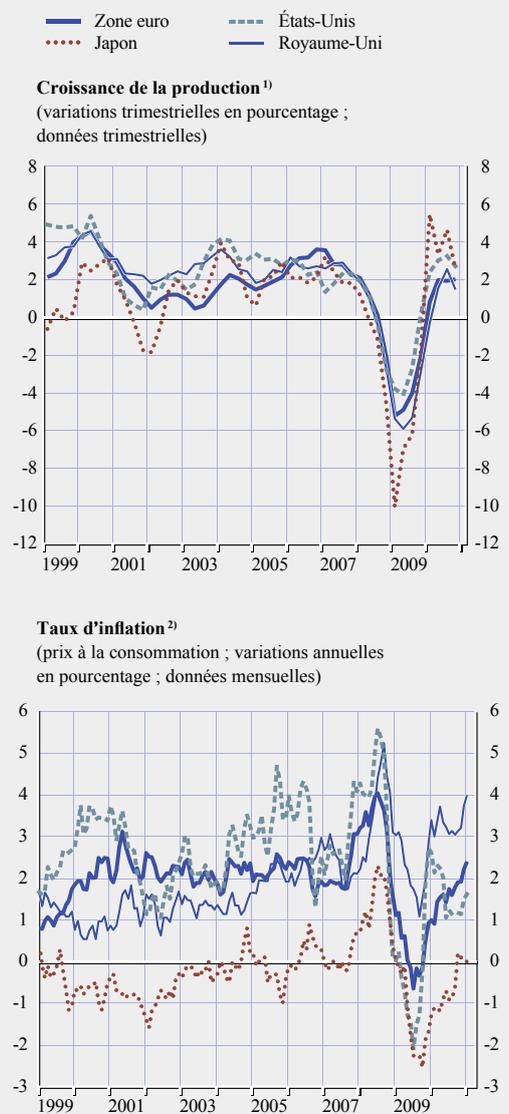
POURSUITE DE LA REPRISE MONDIALE EN 2010

En 2010, l'activité économique mondiale, qui s'était inscrite en lourde récession durant la crise financière mondiale, a continué de se redresser. En particulier au premier trimestre, le rebond de l'économie a été soutenu par les mesures monétaires et budgétaires de relance, la poursuite de la normalisation des conditions de financement mondiales et l'amélioration de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. En outre, la prolongation du cycle des stocks a soutenu la reprise économique mondiale, les perspectives économiques mondiales plus favorables encourageant les entreprises à reconstituer leurs stocks. En fait, au cours de cette période, la reconstitution des stocks a largement contribué à la croissance du PIB dans les principales économies. Dès lors, l'indice composite mondial des directeurs d'achat du secteur manufacturier a continué de se rétablir au début de 2010 et a atteint un sommet de 57,7 en avril, soit un niveau supérieur à ceux observés juste avant que la crise économique mondiale ne s'intensifie après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. L'embellie générale de la situation économique et le rebond de l'activité, dont le moteur était le secteur manufacturier, ont été accompagnés d'une nette reprise du commerce mondial, comme le montrent les taux de croissance très vifs des exportations et des importations, en particulier au premier semestre de l'année. Le rythme de la reprise a toutefois été assez inégal d'une région à l'autre. Dans les économies avancées, le redressement est demeuré assez modeste. Dans le même temps, les économies émergentes, en particulier celles d'Asie, ont pris la tête de la reprise mondiale, suscitant même des craintes de surchauffe dans plusieurs pays. Les indicateurs relatifs à l'emploi mondial se sont eux aussi progressivement redressés en cours d'année, après moult pertes d'emplois tout au long des deux années précédentes.

Au second semestre de l'année, la reprise mondiale s'est temporairement quelque peu

essoufflée (cf. la partie supérieure du graphique 3), sous l'effet de l'affaiblissement du soutien apporté par le cycle mondial des stocks et du rétrécissement des incitants budgétaires, mais la reprise a semblé devenir plus auto-entretenu.

Graphique 3 Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées



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

1) Les données relatives à la zone euro et au Royaume-Uni sont celles d'Eurostat ; pour les États-Unis et le Japon, les données nationales sont utilisées. Les chiffres du PIB sont corrigés des variations saisonnières.

2) IPCH pour la zone euro et le Royaume-Uni, IPC pour les États-Unis et le Japon

De plus, plusieurs pays ont annoncé qu'ils allaient prendre des mesures d'assainissement en vue de faire face à la situation budgétaire précaire. Le processus d'ajustement des bilans dans plusieurs secteurs et l'atonie sur les marchés du travail, en particulier dans les économies avancées, ont encore freiné le redressement de l'économie mondiale. Parallèlement, la dynamique du commerce mondial s'est elle aussi ralentie au second semestre 2010, s'accroissant à un rythme plus lent que durant les six premiers mois. Les informations disponibles suggèrent toutefois que la croissance est repartie à la hausse vers la fin de l'année.

Nonobstant un renchérissement progressif des matières premières – essentiellement durant le second semestre –, les pressions inflationnistes dans les économies avancées sont demeurées peu importantes en 2010 (cf. la partie inférieure du graphique 3), abstraction faite de quelques exceptions notables, comme le Royaume-Uni, en raison du profond ancrage des anticipations d'inflation et des capacités de production non utilisées. Cette situation s'inscrit en contraste avec le dynamisme des marchés émergents, où les pressions inflationnistes ont été plus prononcées, en partie en raison de la hausse des cours des matières premières et de l'augmentation des contraintes de capacité. Dans un contexte de persistance des inquiétudes liées à une inflation résultant d'une situation de surchauffe, les banques centrales de plusieurs économies émergentes ont décidé de retirer certaines mesures exceptionnelles d'octroi de liquidités qui avaient été introduites en réaction à la crise et de durcir les conditions monétaires. Selon les dernières données disponibles, la hausse globale annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE s'est progressivement ralentie en 2010, revenant d'un sommet légèrement supérieur à 2 % en janvier 2010 à 1,6 % en août, avant de s'accélérer à nouveau, jusqu'à atteindre 2,1 % en décembre. Cette évolution est cohérente avec celle de l'indice des coûts des intrants des directeurs d'achat du secteur manufacturier, qui a lui aussi progressé au second semestre 2010 et s'est établi en janvier 2011 à son niveau le plus élevé depuis près de deux ans et demi.

La hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie a contribué à cette augmentation. Hors produits alimentaires et énergie, la hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE n'a cessé de ralentir tout au long de l'année, revenant de 1,6 % début 2010 à 1,2 % en décembre.

ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, l'économie a poursuivi son redressement en 2010. Un modeste redressement conjoncturel a gagné en force, soutenu par d'importants incitants macroéconomiques et une amélioration progressive des conditions financières. Le PIB réel a progressé de 2,8 %, alors qu'il s'était contracté de 2,6 % en 2009. Au regard du passé, le rétablissement de la demande intérieure privée a été lent, reflétant la modeste croissance des dépenses de consommation. La consommation des ménages est demeurée freinée par le niveau élevé du chômage, la faiblesse de la confiance et les efforts constants destinés à corriger les bilans mis à mal. Le vif rebond des investissements des entreprises en équipements et en logiciels a été un important moteur de la reprise, soutenu par le meilleur accès au crédit ainsi que par la solide rentabilité des entreprises dans le contexte des mesures de réduction des coûts mises en œuvre durant la période de ralentissement. La croissance a également reposé sur des facteurs temporaires tels que les politiques publiques décidées en vue de favoriser la reprise économique et la reconstitution des stocks. En termes nets, le commerce a amputé la progression du PIB en 2010, la croissance des importations ayant dépassé celle des exportations. Alors qu'il s'était vivement contracté durant la récession, le déficit du compte de transactions courantes s'est légèrement creusé lorsque la reprise s'est amorcée et a avoisiné 3,3 % du PIB en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2010, contre 2,7 % en 2009. Le secteur du logement n'est pas parvenu à se redresser : après avoir timidement augmenté durant le premier semestre de l'année, l'activité immobilière et les prix des logements ont à nouveau baissé au second semestre suite à l'expiration de certaines mesures de soutien au logement.

Dans le contexte du modeste redressement économique, l'évolution des prix est demeurée modérée, les pressions à la hausse sur les coûts ayant été limitées par la persistance du marasme sur les marchés des produits et du travail. En raison de la hausse des coûts de l'énergie, la variation annuelle de l'IPC a grimpé à 1,6 % en 2010, contre -0,4 % un an plus tôt. Hors produits alimentaires et énergie, la hausse des prix à la consommation a continué de s'atténuer et s'est établie à 1 % en moyenne pour l'ensemble de l'année, contre 1,7 % en 2009.

Le Comité fédéral de l'*open market* du Système fédéral de réserve a maintenu le taux cible des fonds fédéraux inchangé, au sein d'une fourchette comprise entre 0 % et 0,25 % tout au long de 2010 et a continué d'anticiper que les conditions économiques allaient sans doute justifier des taux d'intérêt sur les fonds fédéraux exceptionnellement bas durant une période prolongée. Même si les facilités spéciales de liquidité créées pour soutenir les marchés pendant la crise ont été clôturées et si les achats massifs d'actifs adossés aux emprunts hypothécaires se sont achevés mi-2010, le Comité fédéral de l'*open market* a décidé en août 2010 de maintenir constant le niveau du portefeuille d'avoirs en titres du Système fédéral de réserve, en réinvestissant les remboursements au titre du principal des dettes et titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales en titres du Trésor à long terme. Il a également décidé de continuer à renouveler à leur échéance les avoirs en titres du Trésor du Système fédéral de réserve. Par la suite, en novembre 2010, le Comité fédéral de l'*open market* a annoncé son intention d'acquérir des titres du Trésor à long terme pour un montant supplémentaire de 600 milliards de dollars des États-Unis avant la fin du deuxième trimestre 2011, afin de favoriser une accélération de la reprise économique.

S'agissant de la politique budgétaire, le déficit budgétaire fédéral s'est légèrement allégé, revenant à 8,9 % du PIB durant l'exercice 2010, qui s'est achevé en septembre 2010, contre 10 % l'année précédente. Il en a résulté une nouvelle augmentation de la dette fédérale

détenue par le public, qui a atteint 62 % à la fin de l'exercice 2010, contre 53 % l'exercice précédent. Dans ce contexte de déficits élevés, d'alourdissement de la dette fédérale et d'adoption de nouveaux incitants budgétaires à court terme (pour un total de 858 milliards de dollars des États-Unis), un rapport de la commission budgétaire du Président présentant des propositions concrètes sur la manière de faire face aux défis budgétaires à moyen terme et d'atteindre la soutenabilité budgétaire à long terme a été publié en décembre 2010.

CANADA

L'activité économique au Canada, qui était sortie de la récession mi-2009, s'est rapidement redressée début 2010, soutenue par la robustesse de la demande intérieure, les incitants macroéconomiques et le rebond des exportations. La reprise s'est toutefois essoufflée au troisième trimestre 2010, en raison d'un ralentissement de l'activité dans la construction, associé à une contribution négative des exportations nettes à la croissance. La situation sur le marché du travail a été relativement favorable, puisqu'elle a continué à s'améliorer progressivement, parallèlement à la reprise. Toutefois, même s'il est revenu à 7,6 % en décembre 2010 (le niveau le plus bas depuis janvier 2009), le taux de chômage est demeuré largement supérieur à son niveau d'avant la récession. L'activité économique a continué d'être soutenue par le bas niveau des taux d'intérêt (même si la Banque du Canada a pris des mesures œuvrant à un durcissement de l'orientation de sa politique à partir de mi-2010), la stabilité des conditions sur les marchés financiers et la résilience du système bancaire, ce qui a permis l'octroi en continu de crédits aux entreprises et aux ménages. S'agissant de l'évolution des prix, les hausses globale et sous-jacente de l'IPC sont demeurées au sein de la fourchette cible d'inflation comprise entre 1 % et 3 % fixée par la banque centrale. La hausse globale annuelle de l'IPC a eu tendance à s'accélérer au second semestre 2010 et a atteint 2,4 % en décembre, sous l'effet du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires, tandis que l'inflation sous-jacente s'est établie à 1,5 % en décembre,

après avoir légèrement fléchi dans le courant de 2010.

JAPON

Au Japon, la reprise économique s'est poursuivie durant les trois premiers trimestres 2010, soutenue par la mise en œuvre d'une politique monétaire accommodante et par d'importants incitants budgétaires. La situation économique au Japon s'est également améliorée grâce à la vigueur de la demande mondiale, en particulier de la part des économies émergentes d'Asie, surtout au premier semestre 2010. Au second semestre de l'année, la croissance du commerce mondial s'étant modérée, la contribution du secteur extérieur a reculé, tandis que les dépenses intérieures sont demeurées soutenues. Toutefois, vers la fin de l'année, les dépenses intérieures étant devenues volatiles à la suite du retrait du plan de relance du gouvernement, la reprise économique au Japon a connu une période de flottement, qui a débouché sur une détérioration de la confiance des chefs d'entreprise. La situation sur le marché du travail s'est quelque peu améliorée en 2010, même si le taux de chômage est demeuré plutôt élevé au regard du passé.

S'agissant de l'évolution des prix, les prix à la consommation, en glissement annuel, ont baissé durant la majeure partie de 2010, en raison d'une considérable atonie de l'économie. En octobre, toutefois, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC a été positive pour la première fois depuis près de deux ans, notamment en raison d'une augmentation de la taxe sur les cigarettes et d'un renchérissement des matières premières, alors que la hausse annuelle de l'IPC hors produits alimentaires et énergie, même si elle s'est modérée, a poursuivi sa tendance déflationniste.

Tout au long de 2010, la Banque du Japon a maintenu l'orientation accommodante de la politique monétaire, de manière à stimuler l'économie et à lutter contre la déflation, ramenant le taux de l'argent au jour le jour non garanti dans une fourchette comprise entre 0 % et 0,1 % en octobre 2010 et mettant en œuvre de nouvelles mesures, comme un nouveau

programme d'achat d'actifs et un élargissement de l'opération d'apport de fonds à taux fixe. Le 15 septembre 2010, pour la première fois depuis mars 2004, les autorités japonaises sont intervenues sur le marché des changes pour contenir l'appréciation du yen.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ASIATIQUES

Les économies émergentes asiatiques ont prouvé leur capacité de résilience face à la crise économique et financière mondiale en enregistrant de très bonnes performances économiques en 2010 dans l'ensemble de la région ; le taux de croissance du PIB s'y est établi à 9,1 %. Tandis que les politiques budgétaires et monétaires de soutien ont progressivement été supprimées et que la contribution des exportations nettes a diminué au second semestre de l'année, la demande intérieure privée et, notamment, la formation brute de capital fixe sont devenues les principaux moteurs de la croissance économique, en particulier en Inde et en Indonésie. La performance économique globale est demeurée vigoureuse au second semestre 2010, même si le rythme d'expansion s'est quelque peu ralenti par rapport aux six mois précédents.

Alors que la hausse des prix à la consommation avait été très faible en 2009, les pressions inflationnistes se sont sensiblement alourdies en 2010. La progression annuelle de l'IPC dans la région s'est établie à 5 % en décembre 2010, essentiellement en raison du renchérissement des produits alimentaires et des matières premières. La plupart des banques centrales de la région ont entamé un durcissement de leurs conditions monétaires au second semestre 2010, réduisant les incitants monétaires introduits l'année précédente. Compte tenu de la vigueur des performances macroéconomiques des économies émergentes asiatiques et de la diminution de l'aversion pour le risque des investisseurs internationaux, la région a également enregistré un important rebond des entrées de capitaux. Plusieurs pays sont intervenus sur les marchés des changes pour endiguer les pressions poussant à l'appréciation de leur monnaie qui s'est ensuivie, de même qu'ils ont introduit

des dispositifs de contrôle des mouvements de capitaux et des mesures macroprudentielles.

En Chine, la croissance du PIB réel s'est accélérée, de 9,2 % en 2009 à 10,3 % en 2010. La vigueur des performances économiques a été le reflet des contributions croissantes de l'investissement privé et des exportations nettes, lesquelles ont contrebalancé l'incidence défavorable de la suppression progressive des mesures de relance. La contribution relative de la consommation à la croissance a toutefois diminué, et l'excédent du compte de transactions courantes s'est élargi en termes nominaux en 2010, ce qui prouve que des déséquilibres intérieurs et extérieurs persistent. Les pressions inflationnistes se sont alourdies durant l'année, la hausse des prix à la consommation atteignant 4,6 % en termes annuels en décembre, essentiellement en raison du renchérissement des produits alimentaires. Des tensions sur les prix de l'immobilier sont apparues dans un contexte de liquidité abondante, de maintien de conditions d'octroi de crédit généreuses et de taux d'intérêt réels négatifs sur les dépôts. Les autorités ont réagi en durcissant l'orientation de leur politique au second semestre de l'année. Il en a résulté, entre autres choses, des limites quantitatives plus strictes en matière de crédits et une remontée des taux appliqués aux prêts et aux dépôts. Des entrées de capitaux plus importantes, en particulier au dernier trimestre 2010, ont nourri un rapide accroissement des réserves de change, lesquelles ont atteint 2 850 milliards de dollars des États-Unis fin 2010. Le 19 juin 2010, la Chine en est revenue à un dispositif de change plus souple pour le renminbi, lequel s'est apprécié de 3,6 % vis-à-vis du dollar des États-Unis et de 4,7 % en termes effectifs réels (déflaté par l'IPC) en 2010.

AMÉRIQUE LATINE

L'activité économique a continué de se rétablir rapidement en Amérique latine en 2010. La croissance du PIB a été particulièrement robuste au premier semestre de l'année, essentiellement en raison de la vigueur de la demande intérieure, qui a plus que contrebalancé la considérable contribution négative de la demande extérieure

(environ 3 points de pourcentage au troisième trimestre) à la croissance du PIB. Par la suite, le rythme de la croissance s'est quelque peu ralenti, étant donné que les mesures de relance étaient supprimées et que la demande extérieure faiblissait. En glissement annuel, le PIB réel de l'ensemble de la région a progressé de 6 % en moyenne durant les trois premiers trimestres de 2010. La formation brute de capital, y compris l'accumulation des stocks, et la consommation privée ont été les principaux moteurs de la croissance dans la région. L'investissement a été stimulé par l'amélioration des perspectives de croissance, par le renchérissement des matières premières, par la baisse des taux d'intérêt réels et par une disponibilité accrue des moyens de financement, qui, dans certains pays, a été renforcée par des prêts de banques publiques. La croissance de la consommation privée a été soutenue par le rapide redressement de la confiance ainsi que par l'emploi et les salaires réels.

Début 2010, nonobstant des différences importantes d'un pays à l'autre, l'inflation a considérablement convergé vers sa valeur cible respective dans la plupart des pays ayant adopté une cible d'inflation. Toutefois, dans un environnement d'expansion vigoureuse de l'activité économique et de hausse de cours des matières premières, les tensions inflationnistes ont par la suite commencé à s'amplifier, et certains pays ont commencé à révoquer une partie des incitants monétaires qu'ils avaient mis en œuvre durant la crise. À partir d'avril, plusieurs banques centrales de la région sont entrées dans une période de hausses des taux d'intérêt officiels. Les conditions financières mondiales continuant de s'améliorer et l'appétence pour le risque revenant, les écarts sur les *swaps* de défaut sur la dette souveraine de l'Amérique latine se sont rétrécis, les cours boursiers ont sensiblement augmenté et les flux financiers ont repris, entraînant une appréciation de leurs devises. Fin 2010, la hausse des taux d'intérêt étant susceptible d'alimenter d'importantes entrées de capitaux et compte tenu de l'incertitude entachant les évolutions économiques dans le monde, le processus

de resserrement des taux directeurs s'était interrompu dans certains pays, et plusieurs mesures destinées à contenir les importantes entrées de capitaux ont été introduites (avec, par exemple, l'accumulation de réserves, les politiques macroprudentielles et les contrôles des mouvements de capitaux).

HAUSSE DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES EN 2010

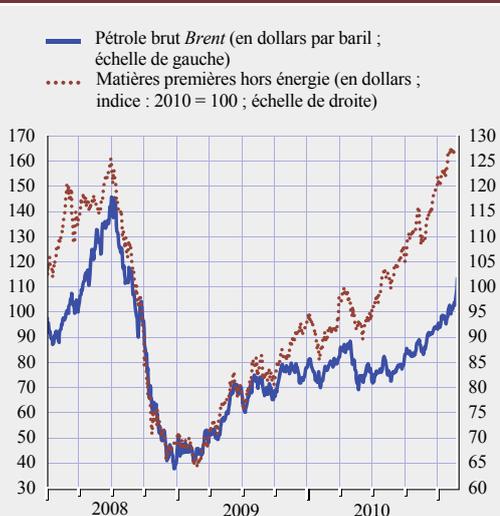
Après être demeurés globalement stables, nonobstant une certaine volatilité, au premier semestre 2010, les cours du pétrole ont commencé à progresser régulièrement en août, et le cours du pétrole brut de type *Brent* s'est établi à 113 dollars des États-Unis le baril le 25 février 2011, contre 78 dollars des États-Unis le baril début 2010. Exprimé en dollars des États-Unis, le niveau atteint fin février 2011 était globalement similaire à celui enregistré en mai 2008. Sur l'ensemble de l'année 2010, le cours moyen du pétrole brut de type *Brent* s'est élevé à 80 dollars des États-Unis le baril, soit 29 % au-delà de la moyenne de l'année précédente.

Les hausses des cours du pétrole sont survenues dans un contexte de redressement de la demande mondiale de pétrole, qui s'est renforcée tout au long de l'année et a été portée par la reprise économique mondiale ainsi que par les conditions météorologiques dans l'hémisphère nord au second semestre de l'année. Cette croissance de la demande a également entraîné une réévaluation des perspectives de demande ultérieure, lesquelles semblaient beaucoup plus robustes qu'un an plus tôt, ce qui suggérait que des tensions pourraient apparaître sur le marché à l'avenir. La succession de révisions à la hausse des projections de la demande par l'Agence internationale de l'énergie, tant en ce qui concerne les économies émergentes qu'en ce qui concerne les économies avancées, en ont été un signe. S'agissant de l'offre, la production en Amérique du Nord et dans les pays de l'ancienne Union soviétique a été supérieure aux prévisions mais, par ailleurs, l'OPEP a décidé de ne pas relever ses quotas de production en 2010, nonobstant l'ampleur des capacités non utilisées.

La demande étant soutenue, il en a résulté une importante baisse des stocks des pays de l'OCDE, qui sont néanmoins demeurés élevés au regard du passé. Durant les deux premiers mois de 2011, les événements géopolitiques survenus en Afrique du Nord et au Moyen-Orient ont accru les tensions au niveau de l'offre sur le marché, accélérant la hausse des cours.

Les cours de matières premières non énergétiques se sont eux aussi inscrits en hausse en 2010 (cf. graphique 4), dans un contexte de demande vigoureuse de la part des économies émergentes et de restrictions de l'offre. Les cours des métaux, et en particulier ceux du cuivre, du nickel et de l'étain, ont affiché des hausses substantielles, qui ont notamment été soutenues par le dynamisme des importations des économies émergentes. En raison de restrictions de l'offre, les cours des produits alimentaires ont eux aussi augmenté, et plus particulièrement ceux du maïs, du sucre et du blé. En termes agrégés, vers fin février 2011, les cours des matières premières non énergétiques (exprimés en dollars des États-Unis) étaient supérieurs d'environ 36 % à leurs niveaux de début 2010.

Graphique 4 Principales évolutions des prix des matières premières



Sources : Bloomberg et Institut de recherche économique de Hambourg

2.2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

LA CROISSANCE MONÉTAIRE A MONTRÉ LES SIGNES D'UNE TENTATIVE DE REPRISE

Le rythme annuel d'expansion monétaire sous-jacente est devenu positif courant 2010, affichant 1,7 % en décembre, contre -0,3 % fin 2009. Cette évolution pointe une reprise de la dynamique monétaire, même si l'incertitude quant à sa vigueur s'est accrue vers la fin de l'année sous revue, lorsque la croissance a été affectée par une série de facteurs exceptionnels (des transferts d'actifs vers les structures de défaillance² et des opérations de pension résultant d'opérations interbancaires menées par le biais de contreparties centrales). D'une manière générale, les évolutions monétaires en 2010 ont été largement influencées par trois facteurs économiques : l'incidence haussière de la reprise de l'activité économique ainsi que de l'atténuation de l'effet baissier de la courbe des rendements (sous l'influence de l'interruption du transfert massif de capitaux d'instruments inclus dans M3 vers des actifs financiers non inclus dans M3) et l'incidence baissière d'un

effet modérateur découlant de la diminution de la liquidité monétaire accumulée précédemment. S'agissant des contreparties de M3, le rythme de croissance annuel des prêts accordés par les IFM au secteur privé s'est accéléré en 2010, atteignant 1,9 % en décembre, alors qu'il affichait -0,2 % à la fin de l'année précédente (cf. graphique 5). La modestie de l'expansion des créances sur le secteur privé a reflété la stabilisation du taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages et un léger affermissement de celui des prêts accordés aux sociétés non financières. Les hausses globalement parallèles de la croissance de M3 et des prêts impliquent que le recul de la croissance monétaire sous-jacente, qui retrace les tendances monétaires fournissant les signaux pertinents quant aux risques pesant sur la stabilité des prix, s'est progressivement tassé en 2010 pour faire place à une reprise modérée.

L'INCIDENCE DE LA RAIDEUR DE LA COURBE DES RENDEMENTS S'EST TEMPÉRÉE

Les évolutions de la configuration des taux d'intérêt ont non seulement affecté les mouvements entre les actifs inclus dans M3 et les actifs non inclus dans M3, mais aussi entre les actifs au sein même de M3. L'accélération progressive du taux de croissance annuel de M3 a occulté des tendances nettement divergentes quant aux taux de croissance annuels de ses composantes (cf. graphique 6). Le taux de croissance annuel de M1 a chuté en 2010, même s'il a continué d'afficher des niveaux nettement positifs (s'établissant à 4,4 % en décembre), tandis que celui des instruments négociables et des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (c'est-à-dire M3-M1) est devenu bien moins négatif (ressortissant à -1,5 % en décembre). Par conséquent, l'écart entre ces taux de croissance s'est sensiblement resserré pour s'établir à 6,1 points de pourcentage en décembre, alors qu'il se chiffrait encore à 22 points de pourcentage fin 2009. Les évolutions des taux d'intérêt se reflètent largement dans ces

Graphique 5 M3 et prêts au secteur privé

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



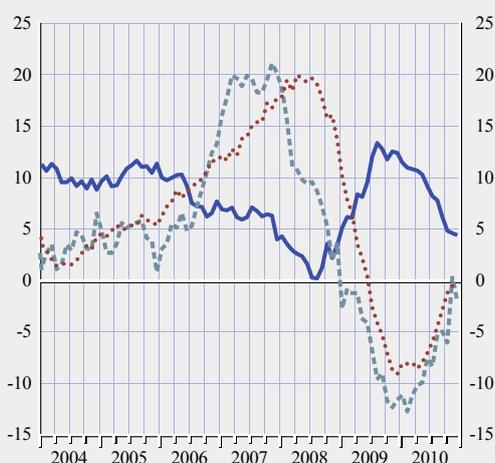
Source : BCE

2 Au sens le plus large, les structures de défaillance (*bad banks*) sont des dispositifs constitués et garantis par les administrations publiques afin de permettre aux établissements de crédit de sortir de leurs bilans des actifs qui risquent une dépréciation sévère ou sont difficiles à valoriser.

Graphique 6 Principales composantes de M3

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

- M1
- Autres dépôts à court terme (M2-M1)
- - - Instruments négociables (M3-M2)

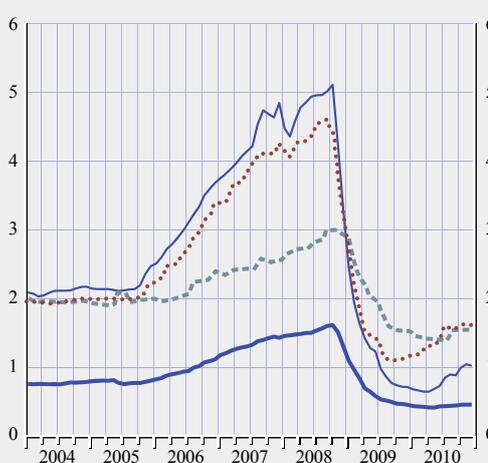


Source : BCE

Graphique 7 Taux d'intérêt des IFM appliqués aux dépôts à court terme et taux du marché monétaire

(en pourcentage annuel)

- Dépôts à vue
- Dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans
- - - Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois
- Euribor 3 mois



Source : BCE

mouvements (cf. graphique 7). Les taux d'intérêt sur les dépôts à vue sont demeurés globalement stables en 2010, tandis que la rémunération des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans a fortement progressé et que les taux d'intérêt sur les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois ont affiché une hausse marginale. Ainsi, le coût d'opportunité de la détention des dépôts les plus liquides inclus dans M3 s'est accru et les arbitrages au sein de M3 en faveur de ces dépôts ont diminué. L'incidence de la raideur de la courbe des rendements s'est modérée pendant l'année sous revue, interrompant les mouvements massifs vers les actifs financiers non inclus dans M3, qui étaient essentiellement survenus aux dépens des instruments négociables et des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue. En conséquence, les taux de croissance annuels de ces actifs sont devenus moins négatifs. Le taux de croissance annuel des instruments négociables a également été porté par un accroissement des opérations de pension, en particulier vers la fin de l'année, qui a largement

résulté des opérations interbancaires menées par l'intermédiaire de contreparties centrales (qui sont classées en tant qu'intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension, dénommés « AIF »).

LES TENDANCES DES ENCAISSES MONÉTAIRES DES DIVERS SECTEURS SONT DEMEURÉES DIVERGENTES

L'agrégat le plus large des composantes de M3 pour lequel des informations par secteur détenteur sont disponibles sont les dépôts à court terme et les opérations de pension (ci-après dénommés « dépôts inclus dans M3 »). Le redressement du taux de croissance annuel des dépôts inclus dans M3 observé en 2010 s'explique essentiellement par une contribution particulièrement élevée des AIF. Le taux de croissance annuel des avoirs des AIF en dépôts inclus dans M3 a fortement progressé pour s'établir à 10,8 % en décembre, alors qu'il se chiffrait à -3,1 % fin 2009. Cette augmentation a largement traduit la grande quantité d'opérations de pension interbancaires

aux deuxième et quatrième trimestres, ainsi que des rentrées toujours plus massives enregistrées pour les dépôts à vue durant les trois premiers trimestres de l'année sous revue.

Contrairement aux AIF, le taux de croissance annuel des dépôts des ménages inclus dans M3 a affiché un repli marginal, revenant à 1,9 % en décembre, alors qu'il se montait à 2 % fin 2009 (cf. graphique 8). Ce mouvement a occulté un recul au premier semestre 2010, suivi d'une reprise au second. Les mouvements des avoirs des ménages inclus dans M3 ont largement traduit les évolutions des taux d'intérêt en 2010. Le ralentissement du taux de croissance annuel observé au premier semestre 2010 a reflété des flux entrants plus modérés portant sur les dépôts à vue puisque l'incidence du profil de la courbe des rendements a faibli. La timide reprise enregistrée au second semestre de l'année sous revue est due à un net recul des sorties enregistrées pour les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, étant donné que l'écart entre la rémunération de ces dépôts et celle des dépôts d'épargne à court terme et des autres dépôts non inclus dans M3 s'est resserré.

Le taux de croissance annuel des dépôts des sociétés non financières inclus dans M3 a

également fléchi en 2010. Bien qu'il se soit globalement contracté, il a témoigné une certaine volatilité au premier semestre de l'année, pour ne s'inscrire que légèrement en hausse au second. Il s'établissait à 4,4 % en décembre, alors qu'il se chiffrait à 5,4 % en décembre 2009. Les évolutions des avoirs des sociétés non financières inclus dans M3 résultent de la reprise de l'activité économique et s'expliquent peut-être aussi par des changements ayant affecté les prêts, étant donné que les sociétés peuvent avoir recouru à leurs dépôts afin de réduire leur endettement ou à titre de substitut du crédit bancaire au premier semestre de l'année. Le flux positif de prêts enregistré au second semestre de l'année est susceptible d'avoir permis aux sociétés de reconstituer leurs volants de liquidité vers la fin de l'année.

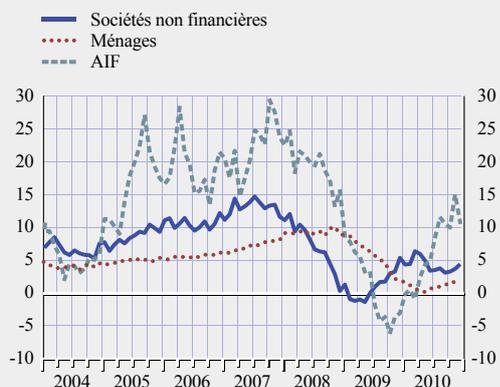
LA CROISSANCE DES CRÉANCES SUR LE SECTEUR PRIVÉ S'EST LÉGÈREMENT ACCÉLÉRÉE

S'agissant des contreparties de M3, le taux de croissance annuel des crédits accordés par les IFM aux résidents de la zone euro a légèrement augmenté en 2010, atteignant 3,4 % en décembre, alors qu'il affichait 2,5 % en décembre 2009 (cf. graphique 9). Cette accélération, qui s'est surtout manifestée au second semestre de l'année, résulte essentiellement du léger redressement du taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé. Le taux de croissance annuel des crédits consentis aux administrations publiques a clôturé l'année à un niveau proche de celui qu'il affichait fin 2009, même s'il a été orienté à la baisse durant la majeure partie de 2010. Ce repli a traduit la volonté des IFM de réduire leurs achats de titres émis par les administrations publiques, en l'absence de toute nouvelle accentuation de la pente de la courbe des rendements et à la lumière des tensions affectant le marché. Cette tendance s'est inversée au quatrième trimestre, lorsque les créances sur les administrations publiques ont affiché une nette progression en réponse au transfert d'actifs des IFM vers les structures de défaillance³.

3 Pour plus de détails, cf. l'encadré intitulé *Réexamen de l'incidence des transferts d'actifs vers les structures de défaillance sur les concours des IFM au secteur privé de la zone euro* du Bulletin mensuel de la BCE de janvier 2011

Graphique 8 Ventilation sectorielle des dépôts

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

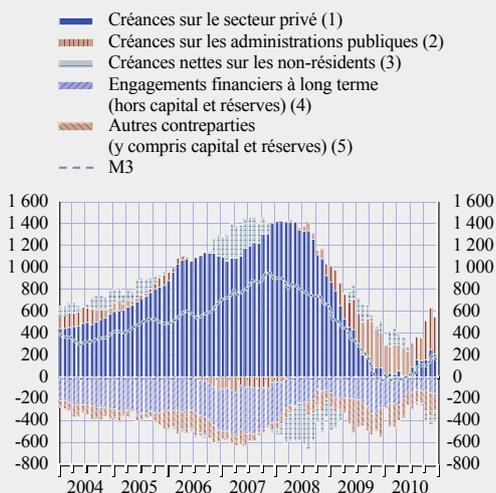


Source : BCE

Note : Le secteur déclarant englobe les IFM à l'exclusion de l'Eurosystème.

Graphique 9 Contreparties de M3

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



Source : BCE

Notes : M3 est indiqué à titre de référence uniquement ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$).

Les engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) étant des engagements du secteur des IFM, ils progressent avec un signe négatif.

Le léger redressement de la croissance des créances sur le secteur privé résulte essentiellement de l'affermissement lent mais constant du taux de croissance annuel des prêts. En revanche, le taux de croissance annuel des titres émis par le secteur privé, à l'exclusion des actions, qui sont détenus par les IFM a continué de se ralentir au premier semestre 2010 en raison du ralentissement des opérations de titrisation. Ces dernières se sont quelque peu redressées au second semestre de l'année, traduisant partiellement des transferts d'actifs entre les IFM et les structures de défaillance, ce qui a concouru à une stabilisation des titres émis par le secteur privé, à l'exclusion des actions, qui sont détenus par les IFM.

Le taux de croissance annuel des crédits accordés par les IFM au secteur privé, la composante la plus large des créances sur le secteur privé, a progressé graduellement, passant du niveau légèrement négatif observé fin 2009 à 1,9 % en décembre 2010 (cf. graphique 5). Ces évolutions cadreraient avec un redressement modeste de la

demande de prêts et seraient confortées par les informations disponibles quant à l'évolution des critères d'octroi des crédits. À cet égard, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro laisse inférer que les influences exercées par l'offre se sont atténuées durant l'année. Compte tenu de la faiblesse des opérations de titrisation, la différence entre le taux de croissance annuel global des concours au secteur privé et le taux de croissance corrigé des effets de la sortie des prêts du bilan des IFM est demeurée mince en 2010.

Au niveau sectoriel, le redressement du taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé est dû essentiellement aux prêts consentis au secteur privé non financier, c'est-à-dire les ménages et les sociétés non financières. En décembre 2010, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages s'élevait à 2,9 % (alors qu'il se chiffrait à 1,3 % fin 2009), contre -0,2 % pour les prêts aux sociétés non financières (en hausse par rapport aux -2,2 % enregistrés en décembre 2009). Le taux de croissance annuel des prêts accordés aux AIF a augmenté progressivement au second semestre de l'année, même si cette évolution est due en grande partie à un accroissement des opérations de pension interbancaires menées par l'intermédiaire de contreparties centrales, qui a induit une hausse de même ampleur des prêts accordés par les IFM à ces intermédiaires financiers.

Le redressement de la croissance des prêts consentis au secteur privé observé au premier semestre de l'année résulte, pour l'essentiel, des évolutions des prêts aux ménages, portés presque intégralement par l'augmentation des prêts hypothécaires. Ces hausses ont coïncidé avec une progression du taux de croissance annuel des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro. La poursuite du redressement des créances sur le secteur privé non financier au second semestre de l'année tient essentiellement au revirement de la croissance annuelle des prêts accordés aux sociétés non financières (même si le taux de croissance est demeuré négatif). Corrigé de l'incidence de la sortie des

prêts du bilan des IFM – découlant en majeure partie des transferts effectués vers les structures de défaillance –, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux sociétés non financières serait devenu positif en 2010.

D'une manière générale, l'évolution des prêts consentis au secteur privé non financier en 2010 est demeurée globalement cohérente avec les observations du cycle conjoncturel. Le point de retournement de la croissance des prêts aux ménages se produit traditionnellement au début du cycle économique, tandis que celui des prêts aux sociétés non financières tend à survenir plus tardivement. Les données trimestrielles sur le taux de croissance annuel des prêts accordés aux sociétés non financières font apparaître que son point de retournement s'est produit au second semestre 2010, après celui des prêts consentis aux ménages observé un an plus tôt. De la même manière qu'au cours des épisodes précédents, l'amélioration des prêts consentis aux sociétés non financières en 2010 semble avoir été liée à la croissance des investissements

des sociétés et des dépenses que celles-ci sont amenées à consentir dans le contexte de l'embellie des perspectives économiques et de la reprise de l'activité économique. Elle peut également résulter des variations de l'attractivité relative du financement de marché, étant donné que les rendements des sociétés ont en partie été affectés par la hausse des rendements associée à la crise de la dette souveraine. Parallèlement, la dynamique des prêts a varié d'un pays de la zone euro à l'autre, traduisant vraisemblablement des disparités entre les pays et les secteurs économiques de la zone euro en termes de reprise économique ainsi que des différences quant à la mesure dans laquelle les secteurs ont besoin de prêts bancaires et y recourent plus volontiers qu'au financement interne et/ou au financement de marché (cf. l'encadré 2, qui compare les évolutions récentes du taux de croissance annuel des prêts consentis au secteur privé non financier et de ses principales composantes avec leur comportement durant les deux épisodes précédents de ralentissement et de reprise de l'économie).

Encadré 2

COMPARAISON DES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DES PRÊTS CONSENTIS PAR LES IFM AU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER AVEC LES ÉPISODES PRÉCÉDENTS DE RALENTISSEMENT ET DE REPRISE DE L'ÉCONOMIE

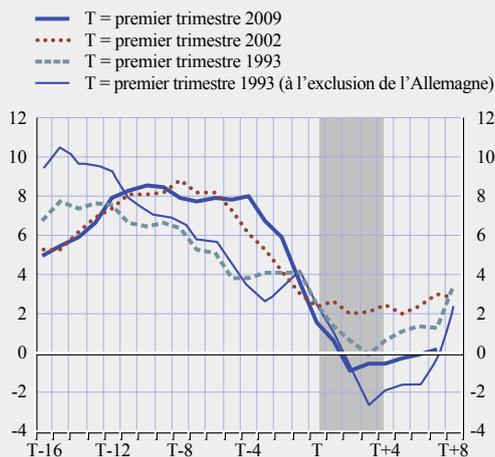
L'ampleur et la nature du ralentissement économique qui a succédé à la crise financière ont laissé inférer que les évolutions des prêts consentis par les IFM pourraient revêtir un caractère exceptionnel. Dans ce contexte, le présent encadré compare les fluctuations récentes du taux de croissance annuel des prêts accordés au secteur privé non financier et ses principales composantes avec leur comportement lors des deux épisodes précédents de ralentissement et de reprise de l'économie, à savoir au début des années 1990 et 2000. Dans le but d'accroître la comparabilité de l'ampleur de ces évolutions, l'encadré se concentre sur les prêts en volume des IFM (en recourant au déflateur du PIB).

Les évolutions des crédits totaux octroyés au secteur privé non financier

Le taux de croissance annuel des prêts en volume consentis au secteur privé non financier s'est contracté de quelque 9 points de pourcentage (de son sommet à son creux) au cours de la récente récession, devenant négatif. Ce repli a été nettement plus marqué que ceux observés durant les périodes de ralentissement économique du début des années 1990 et 2000, lorsque

Graphique A Croissance annuelle des prêts en volume consentis par les IFM au secteur privé non financier durant les principales périodes de ralentissement et de reprise de l'économie depuis 1990

(variations annuelles en pourcentage)

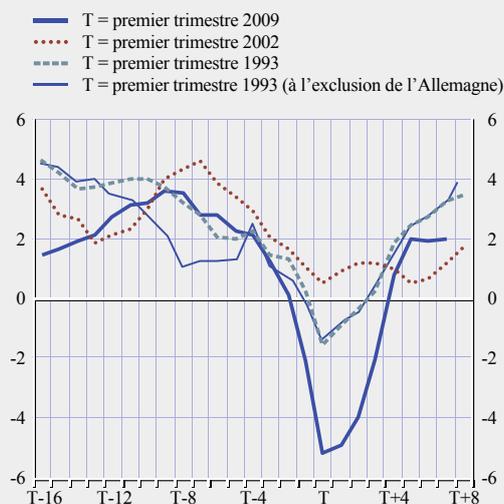


Sources : BCE et calculs de la BCE

Notes : La zone ombrée correspond à l'intervalle de confiance relatif au trimestre moyen avancé ou retardé pour lequel la corrélation entre les taux de croissance annuels des séries relatives aux prêts et au PIB en volume est la plus élevée. Ces intervalles sont construits à partir du coefficient de corrélation augmenté ou diminué de l'erreur-type. Cf. également la note de bas de page n° 1 du texte. « T » représente le trimestre au cours duquel le cycle de la croissance du PIB en volume a atteint son creux.

Graphique B Croissance annuelle du PIB en volume durant les principales périodes de ralentissement et de reprise de l'économie depuis 1990

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE

le taux de croissance annuel avait perdu entre 6 et 7 points de pourcentage et était demeuré positif (cf. graphique A). En outre, l'essentiel de la contraction enregistrée récemment s'est produit sur un court laps de temps (6 trimestres), en comparaison des baisses plus lentes observées dans le passé (16 trimestres au début des années 1990 et 9 trimestres au début des années 2000). Cependant, ni l'ampleur ni la rapidité du dernier recul ne semblent excessives compte tenu de la gravité de la récente récession. Le taux de croissance annuel du PIB en volume s'est tassé de près de 9 points de pourcentage en l'espace d'un an lors du dernier ralentissement économique, alors qu'il avait fléchi de 6 points de pourcentage en quatre ans au début des années 1990 et de 4 points de pourcentage en près de deux ans au début des années 2000 (cf. graphique B).

Le fait que le taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé non financier se soit contracté pour atteindre des niveaux négatifs est certes inhabituel, mais pas sans précédent dans les pays de la zone euro. Au cours de la récession du début des années 1990, les prêts consentis au secteur privé non financier avaient été stimulés par la croissance significative des prêts accordés aux ménages allemands dans la foulée de la réunification. Abstraction faite du secteur privé non financier allemand, le taux de croissance annuel des prêts en volume consentis au secteur privé non financier s'était replié de 13 points de pourcentage, pour s'établir à un niveau plus négatif que celui observé au cours de la récession récente (cf. graphique A).

Le point de retournement du taux de croissance annuel des prêts en volume accordés au secteur privé non financier s'est produit au troisième trimestre 2009, ce qui est conforme aux observations du cycle conjoncturel¹. Dans le cas de la récente récession comme de celle du début des années 2000, le redressement des

1 Cf. l'encadré intitulé *Les prêts au secteur privé non financier au cours du cycle d'activité dans la zone euro* du Bulletin mensuel de la BCE d'octobre 2009

prêts consentis au secteur privé non financier a été observé deux trimestres après le point de retournement de la croissance du PIB en volume, tandis que la reprise a suivi ce dernier de trois trimestres au début des années 1990.

Les évolutions des crédits aux ménages

En comparaison des épisodes précédents d'apathie de l'activité économique, les évolutions des crédits aux ménages ont joué un rôle plus important dans l'évolution globale des prêts consentis au secteur privé non financier durant la récession et la reprise récentes. Le recul du taux de croissance annuel des prêts en volume consentis aux ménages, de son point le plus haut à son point le plus bas, a été plus prononcé au cours de la récession récente et le taux de croissance annuel a atteint des niveaux négatifs, en raison de la plus grande gravité du ralentissement du marché de l'immobilier résidentiel (cf. graphique C). Le point de retournement du taux de croissance annuel des prêts en volume accordés aux ménages a été observé au troisième trimestre 2009, soit deux trimestres après le redressement du taux de croissance annuel du PIB en volume. Il est donc survenu légèrement plus tard qu'au cours des deux autres périodes examinées ici, ce qui ne correspond pas à la relation habituellement observée entre les prêts en volume consentis aux ménages et le PIB en volume.

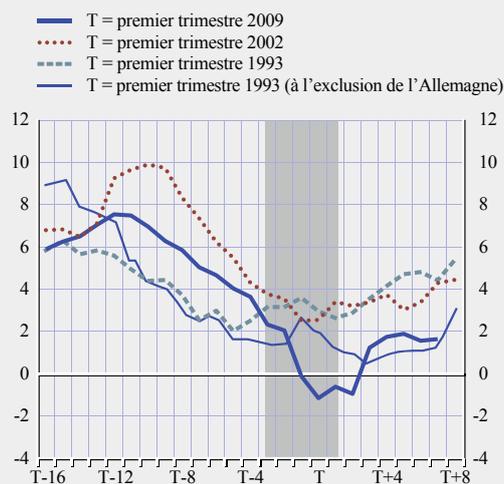
Néanmoins, ce n'est pas la première fois que l'on observe un point de retournement relativement tardif du taux de croissance annuel des prêts en volume accordés aux ménages. Au début des années 1990, il a fallu attendre trois trimestres après le redressement du taux de croissance annuel du PIB en volume pour assister à un point de retournement net du taux de croissance annuel des prêts en volume consentis aux ménages non allemands de la zone euro. Cette période s'était également caractérisée par un déclin des prix de l'immobilier résidentiel, qui avait succédé à des flambées dans bon nombre de pays de la zone euro, ce qui laisse à penser que les reprises tardives peuvent, dans les deux cas, refléter un certain rééquilibrage des bilans des ménages et des banques. Au cours de toutes les périodes considérées, la reprise du taux de croissance annuel des prêts en volume consentis aux ménages a été portée par les prêts au logement.

Les évolutions des crédits aux sociétés non financières

La tendance générale du taux de croissance annuel des crédits aux sociétés non financières durant l'épisode récent a été globalement similaire à celles des épisodes précédents (cf. graphique D). Toutefois, son repli a été plus marqué, étant donné que le taux de croissance annuel des prêts accordés aux sociétés non financières s'est contracté de 15 points de pourcentage entre son pic et son étiage, en comparaison des baisses de 10 et 12 points de pourcentage observées

Graphique C Croissance annuelle des prêts en volume accordés par les IFM aux ménages durant les principales périodes de ralentissement et de reprise de l'économie depuis 1990

(variations annuelles en pourcentage)

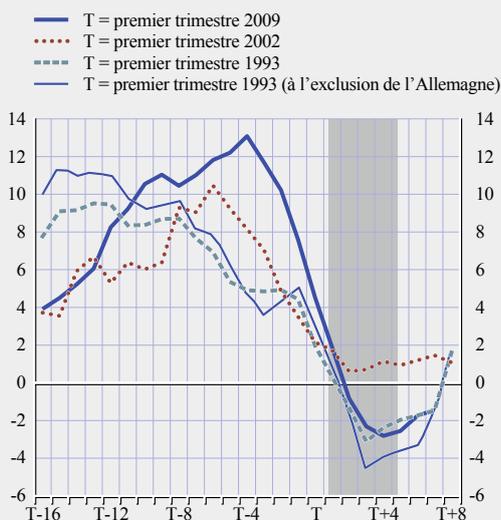


Sources : BCE et calculs de la BCE

Notes : La zone ombrée correspond à l'intervalle de confiance relatif au trimestre moyen avancé ou retardé pour lequel la corrélation entre les taux de croissance annuels des séries relatives aux prêts et au PIB en volume est la plus élevée. Ces intervalles sont construits à partir du coefficient de corrélation augmenté ou diminué de l'erreur-type. Cf. également la note de bas de page n° 1 du texte. « T » représente le trimestre au cours duquel le cycle de la croissance du PIB en volume a atteint son creux.

Graphique D Croissance annuelle des prêts en volume consentis par les IFM aux sociétés non financières durant les principales périodes de ralentissement et de reprise de l'économie depuis 1990

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : BCE et calculs de la BCE

Notes : La zone ombrée correspond à l'intervalle de confiance relatif au trimestre moyen avancé ou retardé pour lequel la corrélation entre les taux de croissance annuels des séries relatives aux prêts et au PIB en volume est la plus élevée. Ces intervalles sont construits à partir du coefficient de corrélation augmenté ou diminué de l'erreur-type. Cf. également la note de bas de page n° 1 du texte. « T » représente le trimestre au cours duquel le cycle de la croissance du PIB en volume a atteint son creux.

demeuré faiblement négatif fin 2010, son redressement a été plus rapide et plus fort qu'au début des années 1990. Comme lors des périodes précédentes, la reprise de la dynamique des prêts a été portée par une amélioration notable du taux de croissance annuel des prêts à court terme.

Conclusion

L'ampleur du récent ralentissement du taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé non financier a été considérable en termes absolus. Elle n'en demeure pas moins cohérente avec les ralentissements précédents de l'économie, si l'on considère les replis relatifs du PIB en volume. Les évolutions du taux de croissance annuel des prêts en volume consentis aux ménages sont légèrement sorties de l'ordinaire, puisque le taux de croissance a accusé un recul relativement marqué pour ressortir à des niveaux négatifs et que son point de retournement est apparu avec un certain décalage par rapport au redressement du taux de croissance annuel du PIB en volume. Ces deux aspects peuvent avoir reflété le rôle spécifique joué par le marché de l'immobilier résidentiel au cours de la récession récente. D'une manière générale, les évolutions des prêts en volume consentis par les IFM au secteur privé non financier ont été cohérentes avec ce qui avait pu être observé lors des périodes précédentes de ralentissement et de reprise de l'économie.

respectivement au début des années 1990 et des années 2000. La baisse significative des prêts en volume consentis aux sociétés non financières enregistrée durant la récession récente résulte de la nette contraction de l'activité économique, en particulier des secteurs de la construction et de l'immobilier, ainsi que du recours accru aux sources de financement de marché². Ces secteurs, qui recourent de manière assez intensive aux crédits, ont été un moteur-clé de l'évolution des prêts octroyés aux sociétés non financières de la zone euro en raison de l'explosion, ces dernières années, de l'immobilier résidentiel dans plusieurs pays de la zone euro.

Le point de retournement du taux de croissance annuel des prêts en volume consentis aux sociétés non financières a été observé début 2010, soit quatre trimestres après le redressement du taux de croissance annuel du PIB en volume, ce qui est relativement conforme aux observations historiques, même s'il accuse un léger décalage par rapport aux deux épisodes précédents. Bien que le taux de croissance annuel des prêts en volume accordés aux sociétés non financières soit

² Cf. l'encadré intitulé *Évolutions du marché de l'immobilier dans la zone euro et leur incidence sur les prêts au secteur privé* du *Bulletin mensuel* de la BCE de mai 2010

S'agissant des autres contreparties de M3, le taux de croissance annuel des engagements financiers à plus long terme des IFM (hors capital et réserves) détenus par le secteur détenteur de monnaie s'est sensiblement ralenti dans le courant de l'année, revenant à 3 % en décembre, alors qu'il affichait 6 % fin 2009. Ce recul s'est manifesté principalement dans les dépôts à plus long terme (tant les dépôts remboursables avec un préavis de plus de trois mois que les dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans), mais aussi dans les titres de créance à plus long terme des IFM (c'est-à-dire ceux d'une durée de plus de deux ans). La décélération observée dans le cas des dépôts à plus long terme peut résulter du fait que leur rémunération soit devenue moins attractive en raison du léger aplatissement de la courbe des rendements courant 2010, alors que celle enregistrée pour les titres à plus long terme peut être liée à la perception d'un niveau de risque plus élevé pour les titres des IFM.

Enfin, la position extérieure nette des IFM de la zone euro a accusé un nouveau recul en 2010, perdant 89 milliards d'euros. Ce repli résulte d'un flux négatif des créances nettes sur les non-résidents, qui a dépassé le repli des engagements vis-à-vis des non-résidents. Globalement, l'interaction du secteur détenteur de monnaie avec le reste du monde par l'intermédiaire des IFM de la zone euro a induit une entrée nette de capitaux.

AMÉLIORATION DES CONDITIONS SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE NONOBTANT UNE CERTAINE VOLATILITÉ

En 2010, plusieurs facteurs ont affecté l'évolution des taux d'intérêt sur le marché monétaire de la zone euro. Dans l'ensemble, l'Eurosystème a continué de fournir un volume exceptionnel de liquidités aux banques de la zone euro. Compte tenu de l'amélioration de la situation sur les marchés financiers observée courant 2009, l'Eurosystème a commencé, début 2010, à dénouer progressivement les mesures de politique monétaire non conventionnelles qui ne s'avéraient plus nécessaires, ce qui a donné lieu à un raccourcissement de la durée moyenne des opérations de fourniture de liquidité. La crise de

la dette souveraine, en mai, a toutefois provoqué de lourdes tensions sur les marchés des emprunts publics de certains pays de la zone euro, lesquelles ont eu une incidence négative sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, comme le reflète le relèvement du niveau des risques de liquidité et de crédit perçus. Afin de faire face aux dysfonctionnements des marchés de titres et de rétablir le mécanisme de transmission de la politique monétaire, l'Eurosystème a lancé son programme pour les marchés de titres et a réactivé certaines des mesures non conventionnelles qu'il avait précédemment dénouées. L'encadré 1 décrit les mesures non conventionnelles mises en œuvre en 2010, qui ont été essentielles pour limiter la contagion aux taux du marché monétaire. Au second semestre 2010, le dénouement automatique des mesures non conventionnelles à l'expiration des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de six et d'un an a entraîné une baisse de niveau de l'excédent de liquidité et une hausse des taux du marché monétaire.

Les taux d'intérêt des prêts interbancaires garantis et en blanc ont quelque peu baissé, pour toutes les échéances, au premier trimestre 2010, avant de sensiblement augmenter durant le reste de l'année. Plus particulièrement, s'agissant des taux en blanc à trois mois, l'Euribor 3 mois, qui était proche de 0,70 % début janvier 2010, est retombé à 0,63 % fin mars, avant de remonter à 1,09 % le 25 février 2011 (cf. graphique 10). En ce qui concerne le compartiment garanti du marché monétaire, l'Eurepo 3 mois, qui avoisinait 0,40 % début janvier 2010, a légèrement reculé au premier trimestre de l'année, pour s'établir à 0,34 % fin mars. Il a ensuite fortement progressé, culminant à 0,80 % début novembre, avant de ralentir et de revenir aux alentours de 0,56 % début janvier 2011, pour remonter à 0,81 % le 25 février.

Dès lors, l'écart entre les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc, qui était un peu plus réduit le 25 février 2011 que début janvier 2010, a été volatil tout au long de l'année. Il est toutefois demeuré relativement élevé dans une perspective historique. Courant 2010 et

Graphique 10 Taux à 3 mois de l'Eurepo, de l'Euribor et des swaps de taux d'intérêt au jour le jour

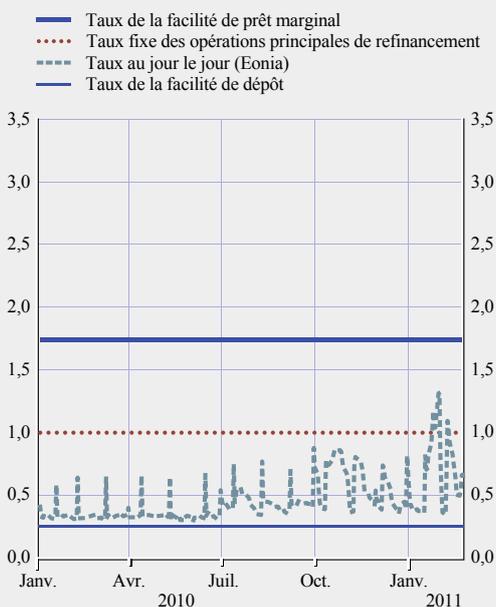
(en pourcentage annuel ; écarts en points de base ; données quotidiennes)



Sources : BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

Graphique 11 Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

début 2011, l'écart entre l'Euribor 3 mois et l'Eurepo 3 mois a fluctué entre 23 et 46 points de base, démarrant 2010 aux alentours de 30 points de base pour s'établir à 28 points de base le 25 février 2011 (cf. graphique 10).

En ce qui concerne les taux à très court terme du marché monétaire, l'évolution de l'Eonia en 2010 reflète dans une large mesure le volume des liquidités que l'Eurosystème fournit généreusement aux banques de la zone euro depuis octobre 2008. À quelques exceptions près, l'Eonia, lorsque l'excédent de liquidité était important, est demeuré largement inférieur au taux fixe des opérations principales de refinancement à long terme de l'Eurosystème et proche du taux de la facilité de dépôt (cf. graphique 11). Vers fin juin, les opérations de refinancement à long terme d'une durée de six mois et d'un an étant arrivées à échéance et les banques ayant choisi de ne pas refinancer la totalité des liquidités arrivées à échéance, l'excédent de liquidité a diminué et l'Eonia a fait montre d'une certaine volatilité. Les niveaux de l'excédent de liquidité s'inscrivant en repli, l'Eonia a eu tendance à suivre un profil plus marqué durant chacune des périodes de constitution, s'établissant à des niveaux plus élevés au début de la période de constitution, avant de progressivement reculer vers la fin. Cette évolution est étroitement liée au fait que les banques préfèrent constituer les réserves obligatoires au début de la période, un comportement que l'on observe depuis que les turbulences ont commencé, en août 2007. Cette « préalimentation » n'a eu aucun effet sur les taux de marché au cours de la période de 12 mois correspondant à la durée de la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an (c'est-à-dire de mi-2009 à mi-2010), alors que l'excédent de liquidité atteignait des niveaux sans précédent, mais elle a à nouveau affecté les taux lorsque l'excédent de liquidité a reculé au second semestre 2010. L'Eonia est resté volatil début 2011 et, le 25 janvier, il a dépassé le taux des opérations principales de refinancement pour la première fois depuis juin 2009. En outre, des pointes de l'Eonia ont occasionnellement été observées

tout au long de l'année, à la fin des périodes de constitution et à la fin des périodes de gestion de la trésorerie (par exemple en fin d'année).

LES MARCHÉS DES EMPRUNTS PUBLICS DE CERTAINS PAYS DE LA ZONE EURO EN PROIE À DE VIVES TENSIONS EN 2010

Les cours obligataires ont été influencés, dans une large mesure, par deux évolutions majeures en 2010. La première, propre à la zone euro, a commencé à être observée lorsque des turbulences se sont fait jour sur les marchés de la dette souveraine de bon nombre de pays de la zone euro. La seconde, bien plus répandue, découle de l'anticipation de la modération de la croissance économique mondiale au second semestre 2010.

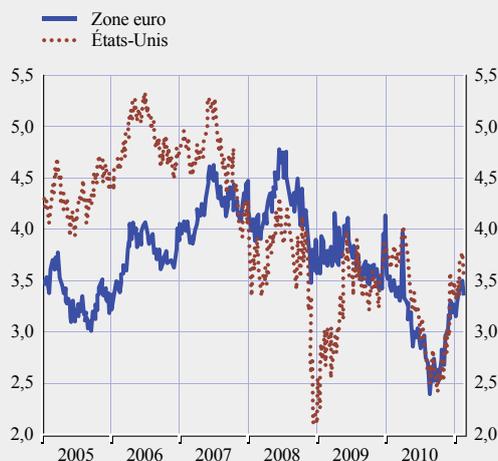
Fin 2010, les rendements des obligations de référence à dix ans (notées AAA) sont demeurés relativement comparables aux États-Unis et dans la zone euro, s'établissant dans une fourchette comprise entre 3,2 % et 3,4 %. D'une manière générale, ils ont clôturé l'année à des niveaux inférieurs respectivement d'environ 50 et 40 points de base à ceux qu'ils affichaient fin 2009 (cf. graphique 12). Le recul généralisé des rendements masque des évolutions contraires dans le courant de l'année, à savoir une phase prolongée de repli jusqu'à fin août, suivie d'une forte hausse, en particulier en fin d'année. Vers la fin août, lorsque la phase de déclin s'est interrompue, les rendements avaient chuté pour revenir respectivement à des niveaux inférieurs de quelque 140 et 120 points de base à ceux qui prévalaient fin 2009. En conséquence de ces mouvements contraires, la volatilité implicite des rendements obligataires a considérablement varié courant 2010, culminant en mai et en septembre et augmentant, en moyenne, de 5 % à 7 % dans les deux zones économiques. En dépit de cette hausse, la volatilité en 2010 a été nettement inférieure aux valeurs enregistrées fin 2008 et au premier semestre 2009, lorsqu'elle dépassait en moyenne 10 % de part et d'autre de l'Atlantique.

Étonnamment, les fluctuations globales des rendements des emprunts publics à dix ans ont

été relativement similaires aux États-Unis et dans la zone euro en 2010, bien que leur corrélation ait sensiblement varié. Plus précisément, la corrélation a été relativement faible pendant les quatre premiers mois de 2010, lorsque les rendements étaient globalement stables aux États-Unis, alors qu'ils se contractaient dans la zone euro. Durant cette partie de l'année, la croissance de l'activité économique a été relativement soutenue dans les deux zones, comme l'atteste, entre autres choses, le fait que les cours boursiers aux États-Unis et dans la zone euro aient affiché des évolutions assez parallèles. Pendant la même période toutefois, les rendements des emprunts publics notés AAA dans la zone euro ont été entraînés à la baisse par le report des investisseurs sur les valeurs sûres en réponse aux turbulences susmentionnées qui ont affecté certains marchés de la dette souveraine dans la zone euro, tandis que les rendements aux États-Unis progressaient, traduisant l'expansion économique en cours. La corrélation s'est toutefois accrue durant le reste de l'année,

Graphique 12 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : Bloomberg, EuroMTS, Thomson Reuters et BCE
Notes : Le rendement des emprunts à dix ans de la zone euro est représenté par la courbe des taux au pair à dix ans tirée de la courbe des rendements des obligations d'État de la zone euro notées AAA telle qu'estimée par la BCE. Pour les États-Unis, les rendements des emprunts publics sont ceux des emprunts assortis d'une échéance de dix ans.

particulièrement à compter de juillet, lorsque les rendements ont convergé vers des valeurs similaires dans les deux zones économiques et ont commencé à évoluer de concert. En effet, une réévaluation de la vigueur de la reprise économique aux États-Unis et un apaisement temporaire des turbulences sur le marché de la dette souveraine dans la zone euro ont contribué à synchroniser davantage les mouvements des rendements obligataires de part et d'autre de l'Atlantique. À l'approche de la fin de l'année toutefois, alors que l'activité économique mondiale semblait se redresser à en juger, entre autres, par une progression de l'indice des directeurs d'achat en décembre, les rendements obligataires à dix ans ont augmenté plus rapidement aux États-Unis que dans la zone euro. Cette évolution s'est reflétée dans les marchés boursiers, puisque les cours boursiers aux États-Unis ont crû bien plus vite, traduisant probablement l'inquiétude du marché selon laquelle les institutions financières européennes, en particulier, pourraient encourir des pertes en capital en raison du ravivement des tensions sur le marché de la dette souveraine dans la zone euro.

S'agissant plus spécifiquement des mouvements enregistrés en cours d'année, approximativement entre la mi-novembre 2009 et début avril 2010, les marchés des emprunts publics aux États-Unis et dans la zone euro ont suivi des trajectoires légèrement différentes, puisque les rendements ont progressé de quelque 50 points de base aux États-Unis, alors qu'ils se sont contractés d'environ 25 points de base dans la zone euro. Durant cette partie de l'année, les taux directeurs de part et d'autre de l'Atlantique devaient demeurer, selon les prévisions, à des niveaux bas pendant une longue période, tandis que les publications des données macroéconomiques ont confirmé la robustesse de la reprise. Compte tenu de ces évolutions, les mouvements contraires enregistrés par les rendements obligataires à long terme dans les deux zones économiques peuvent s'expliquer en premier lieu par l'inquiétude croissante du marché concernant la soutenabilité de la situation budgétaire de plusieurs pays de la zone

euro, une évolution qui a généralement pesé sur les rendements des emprunts publics les mieux notés dans la zone euro.

Dès début avril, les rendements des emprunts publics aux États-Unis ont également commencé à fléchir. Le rythme du déclin amorcé par les rendements américains au cours de cette période a été relativement soutenu, de telle sorte que l'écart de rendement entre les deux zones est revenu d'environ 60 points de base fin mars à un niveau proche de zéro fin juin. Alors que les évolutions économiques dans la zone euro sont restées favorables et que les indicateurs de confiance se redressaient partout, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA dans la zone euro se sont infléchis dans le contexte de l'intensification des turbulences sur les marchés européens de la dette souveraine. Les turbulences se sont quelque peu relâchées après l'approbation pendant le week-end des 10 et 11 avril des mesures de soutien accordées par l'UE à la Grèce, avant de repartir de plus belle dans les jours qui ont suivi lorsque l'abaissement de la notation de la dette souveraine de la Grèce et du Portugal – la première étant rétrogradée dans la catégorie spéculative – a contribué à engendrer une crise de confiance quant à la soutenabilité de la situation budgétaire de la Grèce. Le manque de confiance a, à son tour, engendré une réallocation massive des capitaux vers les emprunts publics notés AAA dans la zone euro ou aux États-Unis, qui a finalement culminé par le mouvement de report massif sur les valeurs sûres des investisseurs les 6 et 7 mai. Il convient de noter que le rendement des obligations grecques à dix ans avait déjà augmenté en comparaison des obligations allemandes correspondantes au premier trimestre 2010, même si les rendements étaient généralement demeurés stables dans les autres pays de la zone euro puisque les risques de contagion étaient restés passablement tenus. La situation a sensiblement changé début avril lorsque, outre en Grèce, les rendements se sont également inscrits en hausse en Irlande et au Portugal, ainsi que – dans une moindre mesure – en Espagne, en Italie et en Belgique. Les écarts sur les *swaps* de défaut (CDS) d'émetteurs souverains, des instruments utilisés par les investisseurs

afin de se prémunir contre les risques de défaut souverain, ont attesté la détérioration des perceptions en matière de soutenabilité de la dette de certains États membres de la zone euro au cours de cette période.

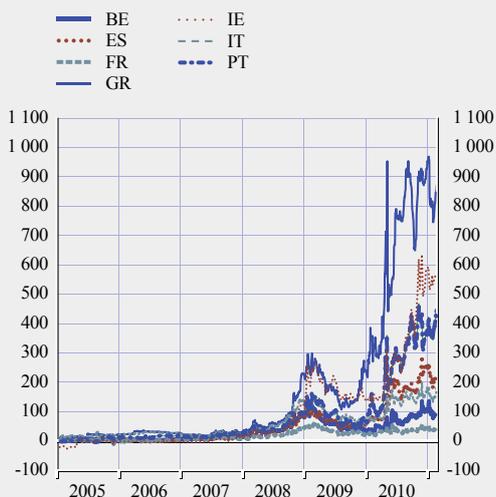
Les conditions se sont significativement améliorées courant mai grâce à des mesures sans précédent prises au niveau de l'UE. Il s'agit, pour ne citer qu'elles, des décisions relatives au mécanisme européen de stabilisation financière et à la facilité européenne de stabilité financière ainsi que de plusieurs mesures annoncées le 10 mai par l'Eurosystème dans le but de restaurer un mécanisme de transmission de la politique monétaire approprié, y compris le programme pour les marchés de titres, qui ouvrait la voie à des interventions sur les marchés de titres de créance privés et publics dans la zone euro. Le marché obligataire dans la zone euro pourrait également avoir bénéficié, courant juillet, de la publication des résultats des tests de résistance menés à l'échelle de l'UE et des informations y afférentes sur les expositions des banques à la dette souveraine. Cependant, les tensions n'ont pas entièrement disparu, comme l'a témoigné, entre autres, une hausse continue des rendements dans plusieurs pays de la zone euro, même si ceux des obligations allemandes sont restés orientés à la baisse. Ce dernier événement peut avoir découlé non seulement du mouvement de report sur les valeurs sûres, mais aussi de la multiplication des signes d'un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro et, plus particulièrement, aux États-Unis, étayés principalement par une nouvelle détérioration des marchés de l'immobilier résidentiel et du travail. Le ralentissement du cycle conjoncturel américain a en effet affecté le sentiment des intervenants de marché de bon nombre d'autres économies majeures et a entraîné d'importants flux de capitaux vers les marchés des emprunts publics perçus comme étant moins risqués, ce qui a également amené d'aucuns à anticiper une seconde vague de mesures d'assouplissement quantitatif.

Au dernier trimestre de l'année, les rendements ont commencé à progresser de part et d'autre de l'Atlantique. Si la hausse générale des rendements pendant cette période concorde avec un retour à des perspectives économiques plus favorables, un phénomène nettement plus évident dans la zone euro qu'aux États-Unis, où les informations macroéconomiques publiées ont été généralement positives, ils ont également présenté une grande hétérogénéité. En comparaison des emprunts souverains à long terme notés AAA, les rendements des emprunts de la plupart des émetteurs souverains moins bien notés dans la zone euro ont enregistré des hausses nettement plus vives et une volatilité en cours de période beaucoup plus marquée au dernier trimestre de l'année. Les écarts de rendement des emprunts publics à dix ans vis-à-vis des emprunts allemands ont en particulier enregistré une hausse sensible en Irlande, augmentant de 280 points de base entre début septembre et fin novembre, alors que les intervenants de marché concentraient leur attention sur ce pays en raison de leurs inquiétudes croissantes concernant la charge budgétaire associée aux mesures de soutien accordées par le gouvernement irlandais à son secteur financier. Les tensions se sont également déplacées vers le Portugal et l'Espagne, où les écarts de rendement vis-à-vis des emprunts allemands ont progressé respectivement de 110 et 105 points de base au cours de la même période, tandis que les retombées sur d'autres pays comme la Grèce, l'Italie et la Belgique sont demeurées limitées, puisque les écarts ne s'y sont creusés que de quelque 7, 42 et 65 points de base respectivement (cf. graphique 13). La recrudescence des inquiétudes du marché à la fin de l'année s'est traduite par une hausse de la volatilité implicite des rendements obligataires aux États-Unis comme dans la zone euro.

En comparaison des rendements nominaux et de leur propre évolution en 2009, les rendements réels ont nettement moins fluctué en 2010 et sont demeurés globalement stables, autour de 1,5 % dans la zone euro. Ils ont fléchi de 50 points

Graphique 13 Écarts de rendement des emprunts publics d'une sélection de pays de la zone euro

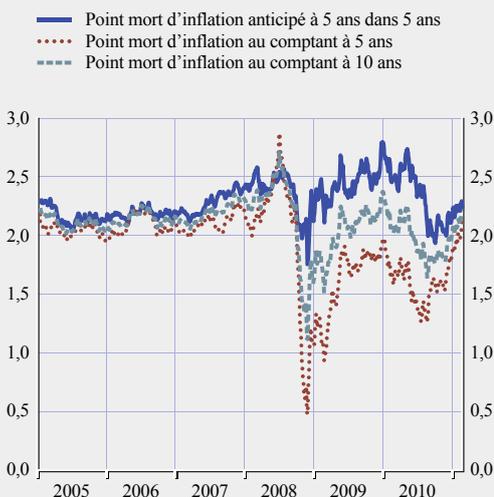
(en points de base ; données quotidiennes)



Source : Thomson Reuters
 Note : Écart de rendement entre les emprunts publics à dix ans et l'emprunt public allemand correspondant

Graphique 14 Points morts d'inflation calculés à partir des obligations zéro coupon de la zone euro

(en pourcentage annuel ; moyennes mobiles sur 5 jours des données quotidiennes ; données cvs)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

de base entre janvier et septembre, mais ce mouvement s'est ensuite inversé. La hausse qui s'en est suivie a reflété les perspectives économiques plus robustes, particulièrement vers la fin de l'année. Compte tenu de la stabilité des rendements réels, le repli des rendements nominaux implique que les anticipations d'inflation au comptant, mesurées par les points morts d'inflation, se sont généralement repliées durant l'année, une évolution particulièrement prononcée en juillet et août, avant qu'une légère stabilisation soit observée (cf. également l'encadré 3 ci-après). Les points morts d'inflation anticipés à cinq ans dans cinq ans sont demeurés stables, proches de 2,5 % entre janvier et juillet 2010, avant de revenir à quelque 2 % fin d'année (cf. graphique 14).

Cependant, l'essentiel de ce repli semble avoir trait à une réduction des primes de risque liées à l'inflation, plutôt qu'aux fluctuations des anticipations d'inflation. De même, une certaine prudence est de mise lorsqu'il s'agit d'examiner les évolutions des obligations indexées sur l'inflation, particulièrement dans un environnement caractérisé par des conditions perturbées. À cet égard, bien qu'ils portent sur une période légèrement différente, les résultats de l'enquête relative aux anticipations d'inflation à des horizons de moyen à long termes menée par le Consensus économique ont mis en évidence une hausse modérée des anticipations d'inflation, passées de 1,9 % en octobre 2009 à 2,1 % en octobre 2010.

Encadré 3

L'ÉVOLUTION DES MESURES DES ANTICIPATIONS D'INFLATION ISSUES DU MARCHÉ EN 2010

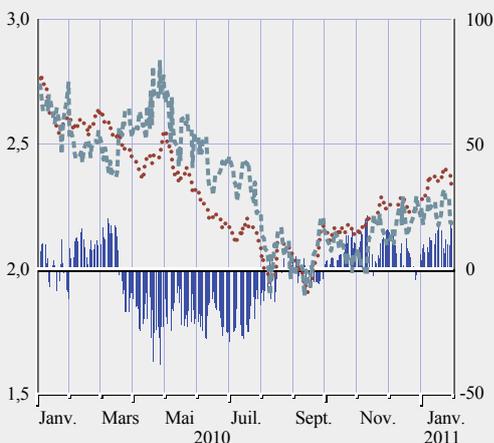
Les mesures des anticipations d'inflation issues du marché sont fréquemment utilisées pour évaluer les perspectives d'inflation. Durant les périodes de turbulences financières, toutefois, ces mesures doivent être interprétées avec beaucoup de prudence. Même si les marchés financiers européens ont enregistré de lourdes tensions en 2010, les mesures des anticipations d'inflation issues du marché à partir des *swaps* indexés sur l'inflation et à partir des obligations souveraines nominales et réelles ont été moins volatiles et moins affectées par des distorsions de liquidité que durant la période qui a suivi la faillite de Lehman Brothers. Le présent encadré examine l'évolution des anticipations d'inflation dans la zone euro en 2010, telle que dérivée des prix des instruments de marché.

Au premier semestre de l'année, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans, calculé à partir des obligations nominales et indexées sur l'inflation, est demeuré globalement stable, aux alentours de 2,5 % (cf. graphique A). Il s'est considérablement replié durant l'été et ne s'est redressé que partiellement vers début 2011. Une mesure alternative tirée des *swaps* indexés sur l'inflation fait état d'évolutions similaires, fussent-elles quelque peu moins volatiles. Dans l'ensemble, la volatilité des mesures des anticipations d'inflation issues du marché a été beaucoup plus faible en 2010 que les années précédentes. Par exemple, la différence entre les taux anticipés à cinq ans dans cinq ans tirés des obligations et ceux tirés des *swaps* n'a pas significativement dépassé 30 points de base en 2010, alors qu'elle avait été supérieure à 70 points

Graphique A Points morts d'inflation et taux des *swaps* indexés sur l'inflation

(en pourcentage annuel ; points de base)

- Écart entre les *swaps* indexés sur l'inflation anticipés à cinq ans dans cinq ans et le point mort d'inflation (échelle de droite)
- Taux des *swaps* indexés sur l'inflation à 5 ans dans 5 ans
- Point mort d'inflation anticipé à 5 ans dans 5 ans

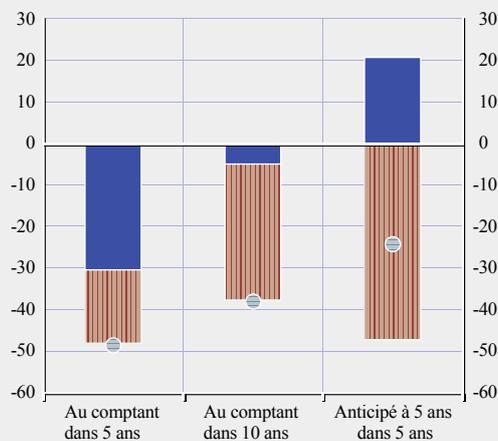


Sources : Thomson Reuters, EuroMTS et BCE
 Note : Les points morts d'inflation sont corrigés des variations saisonnières.

Graphique B Variations des points morts d'inflation et variations des rendements nominaux et réels en 2010

(points de base)

- Variation du rendement réel
- Variation du point mort d'inflation
- Variation du rendement nominal



Sources : Thomson Reuters, EuroMTS et BCE
 Note : Les points morts d'inflation et les rendements réels sont corrigés des variations saisonnières.

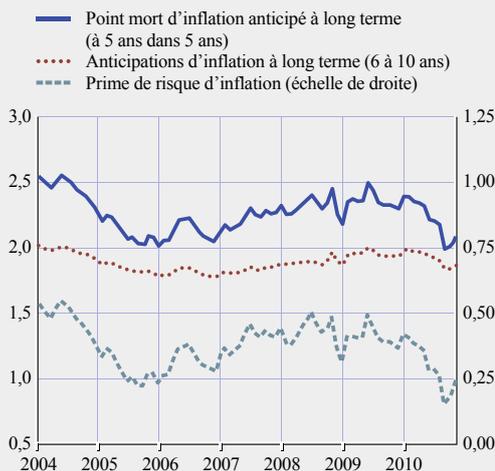
de base au second semestre 2008, lors du point culminant de la crise, après la faillite de Lehman Brothers.

Le recul des points morts d'inflation au comptant et anticipés observé en 2010 est survenu dans un contexte de rendements obligataires réels à cinq ans en légère baisse et de rendements réels à dix ans stables (cf. graphique B). Le repli des rendements nominaux a ainsi largement été le reflet d'une réduction du montant de la compensation d'inflation future exigée par les intervenants de marché. Cette compensation comprend une composante d'inflation attendue et une prime de risque d'inflation. Pour distinguer ces deux composantes, le graphique C présente les résultats de la décomposition des points morts d'inflation anticipés à long terme, telle que dérivée d'un modèle de la structure par terme¹. Les points morts d'inflation fondés sur ce modèle, tirés d'observations de la volatilité du marché, se sont en effet inscrits en baisse en 2010, avant de légèrement rebondir vers début 2011. Ces évolutions ont dans une large mesure été imputables à des modifications de la prime de risque d'inflation plutôt qu'à des changements au niveau des anticipations d'inflation elles-mêmes, lesquelles sont demeurées globalement stables et proches de leur moyenne de long terme. Cette conclusion est en outre confirmée par les anticipations d'inflation à long terme pour la zone euro issues d'enquêtes, lesquelles sont demeurées relativement stables en 2010.

Les points morts d'inflation ont été quelque peu plus stables dans la zone euro qu'aux États-Unis en 2010 (cf. graphique D). Alors que le repli enregistré de mai à août 2010 s'est inscrit dans le cadre d'une vaste évolution qui s'est également manifestée au niveau des indicateurs américains, la stabilisation des taux anticipés à long terme observée dans la zone euro durant les derniers mois de l'année et début 2011 n'a pas été constatée aux États-Unis.

Graphique C Décomposition des points morts d'inflation anticipés à long terme sur la base d'un modèle de la structure par terme

(points de pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

Notes : Les points morts d'inflation anticipés à long terme et leurs composantes sont considérés sur l'horizon anticipé à cinq ans dans cinq ans. Pour plus de détails sur le modèle de la structure par terme, cf. le document de travail mentionné dans la note de bas de page n° 1

Graphique D Points morts d'inflation anticipés à cinq ans dans cinq ans dans la zone euro et aux États-Unis

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters, Système fédéral de réserve et calculs de la BCE

¹ Pour plus de détails, cf. J.A. Garcia et T. Werner, *Inflation risks and inflation risk premia*, document de travail de la BCE n° 1162, mars 2010.

Dans l'ensemble, les indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation dans la zone euro suggèrent que la compensation d'inflation et de risque d'inflation exigée par les intervenants de marché à moyen et à long termes a diminué en 2010, en particulier durant les mois d'été. Cette évolution était dans une large mesure imputable à une baisse de la prime de risque d'inflation, tandis que les anticipations d'inflation sont demeurées globalement stables, aux alentours de leur moyenne de long terme, et fermement ancrées à des niveaux compatibles avec l'objectif de la BCE de maintenir la stabilité des prix à moyen terme.

Durant les deux premiers mois de 2011, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA ont légèrement progressé dans la zone euro, dépassant les niveaux qui prévalaient fin 2010, alors qu'aux États-Unis, ils sont demeurés généralement stables, proches de ces valeurs. La stabilité globale des rendements à long terme observée au cours des deux premiers mois de 2011 dans les deux zones économiques masque quelques fluctuations assez marquées. En effet, les rendements ont atteint un sommet relatif début février, dans la foulée de la publication de données positives quant à la situation économique et du relâchement des tensions au sein de la zone euro, qui s'est presque entièrement inversé durant le reste du mois, en raison notamment de l'intensification des risques géopolitiques. Dans la zone euro, les écarts entre les rendements à dix ans et les rendements allemands correspondants ont continué de se resserrer durant les deux premiers mois de 2011, traduisant notamment les anticipations des intervenants de marché quant à une extension possible de la portée et de la taille du FESF ainsi que des émissions d'emprunts qui ont bénéficié d'une demande plus forte qu'escompté.

LE REDRESSEMENT DES COURS BOURSIERS DANS LA ZONE EURO S'EST RALENTI EN 2010

Alors que les progressions enregistrées par les indices boursiers aux États-Unis et dans la zone euro ont été comparables en 2009 (de l'ordre de 23,5 % dans les deux cas), les évolutions dans ces deux zones ont été relativement divergentes en 2010. Avec un taux de croissance proche de 13 %, les résultats de l'indice américain ont été sensiblement meilleurs que ceux de l'indice de la zone euro, qui a affiché un relatif *statu quo* (cf. graphique 15). Nonobstant les évolutions

divergentes enregistrées sur l'ensemble de l'année sous revue, les cours boursiers dans les deux zones économiques sont demeurés clairement stables par rapport à fin 2009, proches de 10 %, enchaînant gains et pertes tout au long de l'année, si bien que la volatilité réalisée a enregistré des mouvements notables. Traduisant ces fluctuations, ainsi que les évolutions des anticipations des investisseurs quant aux tensions à venir, la volatilité implicite des cours boursiers a aussi fortement varié en 2010 et a culminé à près de 35 % (moyenne annualisée dans les deux zones économiques) vers fin mai. Le pic de volatilité atteint en 2010 était nettement inférieur à celui affiché entre décembre 2008 et mars 2009. Globalement,

Graphique 15 Principaux indices boursiers

(indices en nouvelle base : 1^{er} janvier 2010 = 100 ; données quotidiennes)



Source : Thomson Reuters

Note : Indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, indice Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et indice Nikkei 225 pour le Japon

en 2010, les perspectives quant aux évolutions des cours boursiers dans la zone euro ont été empreintes d'une plus grande incertitude qu'aux États-Unis.

Après les évolutions positives observées durant la dernière partie de 2009, les cours boursiers de part et d'autre de l'Atlantique se sont contractés en janvier et en février 2010, un repli probablement dû en partie à l'influence grandissante des turbulences affectant le marché de la dette souveraine dans la zone euro sur le sentiment du marché. Dans cette dernière, ce sont les cours des actions des sociétés financières qui ont enregistré le recul le plus marqué, tandis que les résultats obtenus dans d'autres secteurs ont été assez mitigés et qu'aucune tendance claire ne s'est dégagée. Aux États-Unis, en revanche, le secteur financier a obtenu de bien meilleurs résultats, particulièrement grâce à la forte progression des bénéfices rapportés par les grandes banques. Lorsque les inquiétudes relatives à la dette se sont estompées, les cours boursiers dans les deux zones économiques sont repartis à la hausse jusqu'à début mai environ, et ont atteint leurs niveaux les plus élevés depuis novembre 2008. Ces évolutions positives ont également bénéficié de la publication de données favorables témoignant des évolutions économiques encourageantes au premier trimestre 2010, ainsi que de la hausse du taux de croissance des bénéfices, qui – même s'il est demeuré négatif – a commencé à montrer les premiers signes d'un redressement par rapport aux conditions particulièrement défavorables qui avaient prévalu. La croissance des bénéfices des sociétés composant l'indice Dow Jones EuroStoxx est revenue de -40 % en novembre 2009 à -22 % en février 2010, alors que les prévisions de bénéfices pour les douze mois suivants affichaient un niveau robuste de 27 % en février 2010.

Étant donné que les tensions liées à la dette se sont ravivées en mai dans la zone euro, l'aversion croissante pour le risque à l'échelle mondiale a entraîné un report des fonds vers les marchés des emprunts publics allemands et américains, perçus comme des valeurs

relativement plus sûres. Par conséquent, les marchés boursiers internationaux ont été affectés par des cessions massives, qui ont éclipsé la contribution positive de la publication de données économiques favorables, et les cours se sont sensiblement contractés dans les deux zones. Comme en janvier et en février, les cours des actions des sociétés financières dans la zone euro ont été les premiers touchés par les tensions naissantes, traduisant les inquiétudes quant à d'éventuelles moins-values sur les titres de créance émis par les administrations de la zone euro détenus par les banques. Cependant, l'intensité des turbulences enregistrées pendant cette période a également entraîné à la baisse les cours des actions des sociétés non financières, et ce tant dans la zone euro qu'aux États-Unis.

D'une manière générale, entre mai et août, les indices boursiers ont continué à osciller dans une fourchette étroite en réponse aux fluctuations du sentiment du marché et de son aversion pour le risque. Tandis que le relâchement des tensions et la modération des anticipations quant à la volatilité future ont, dans un premier temps, permis aux cours boursiers de se redresser par rapport aux pertes encourues début mai, de nouvelles pertes ont été enregistrées ensuite lorsque la croissance mondiale a commencé à s'essouffler et que les intervenants de marché ont de nouveau concentré leur attention sur les problèmes liés à la dette souveraine de certains pays de la zone euro. Durant la même période, les attentes du marché en termes de croissance des bénéfices pour les douze mois à venir sont demeurées nettement positives, celle-ci dépassant 20 % aux États-Unis et dans la zone euro, si bien que le repli des cours boursiers a essentiellement traduit la prépondérance du risque sur la contribution positive de l'évolution favorable des dividendes attendus.

Au dernier trimestre de l'année, les indices boursiers larges ont progressé de part et d'autre de l'Atlantique. Aux États-Unis, les évolutions du marché boursier ont été portées par des informations économiques mitigées, quoique globalement positives, et les signes d'une évolution favorable des bénéfices des sociétés

cotées au troisième trimestre de l'année. Dans le même temps, cet effet positif peut avoir été partiellement tempéré par l'incertitude des investisseurs quant à la soutenabilité de la reprise de l'économie américaine. Dans la zone euro, le rythme positif de la croissance a soutenu les cours boursiers, tandis que le relèvement des taux d'intérêt à long terme, conjugué au ravivement des tensions sur le marché de la dette souveraine, peut avoir exercé une incidence négative. Néanmoins, la transmission des tensions affectant le marché de la dette souveraine au marché boursier dans la zone euro pendant cette période s'est limitée aux secteurs financiers des pays ayant enregistré les tensions les plus fortes, tandis que les autres secteurs et pays ont continué à bénéficier d'anticipations favorables en matière de croissance. En effet, les investisseurs du marché boursier sont demeurés relativement optimistes en ce qui concerne la plupart des sociétés non financières, et le recul des cours boursiers du secteur bancaire grec a été plusieurs fois supérieur à celui enregistré par les secteurs bancaires français et allemand. D'une manière générale, les cours des actions des sociétés financières dans la zone euro se sont contractés de quelque 15 % en 2010, tandis que ceux des valeurs des sociétés non financières ont progressé de 7,5 %. Durant la même période, les cours des actions des sociétés financières aux États-Unis ont augmenté de 11 %, tandis que ceux des sociétés non financières y ont engrangé environ 15 %.

Dans le courant des deux premiers mois de 2011, les cours boursiers se sont accrus dans la zone euro et aux États-Unis. Contrairement au second semestre 2010 toutefois, lorsque les cours boursiers outre-Atlantique avaient affiché une progression deux fois plus vive que dans la zone euro, les gains observés durant les deux premiers mois de 2011 ont été globalement similaires dans les deux zones économiques, de l'ordre de 5 %. Les évolutions des cours boursiers ont avant tout reflété les annonces de bénéfices qui ont généralement dépassé les espérances des intervenants de marché, ainsi que l'amélioration continue des perspectives économiques dans les deux zones économiques.

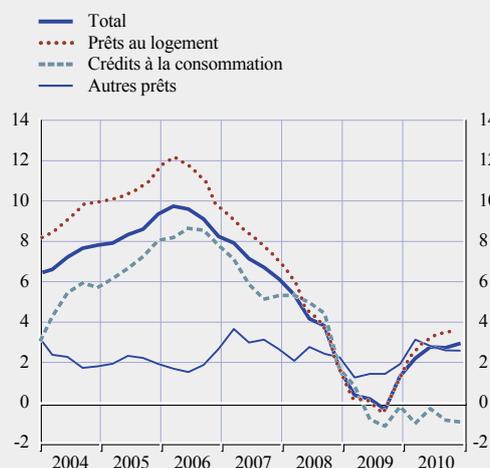
LES EMPRUNTS DES MÉNAGES SE SONT STABILISÉS

Le taux de croissance annuel du total des prêts consentis aux ménages a de nouveau augmenté en 2010, quoique à un rythme modéré, pour s'établir à 2,8 % environ au quatrième trimestre de l'année. Cette progression est principalement imputable à l'évolution des prêts accordés aux ménages par les IFM, tandis que le taux de croissance annuel des prêts consentis par les non-IFM s'est encore contracté en 2010, reflétant largement le niveau de titrisation plus faible.

Les prêts au logement sont restés le principal moteur de la croissance des prêts octroyés aux ménages par les IFM. Le taux de croissance annuel des prêts hypothécaires s'est élevé à 3,7 % en décembre 2010, contre 1,5 % en décembre 2009 (cf. graphique 16). L'ampleur des flux s'est toutefois stabilisée au second semestre de l'année. L'évolution des prêts hypothécaires a reflété celle des prix de l'immobilier résidentiel, lesquels ont augmenté modérément en 2010 après s'être nettement tassés en 2009. Ces développements étaient également conformes aux résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la

Graphique 16 Prêts des IFM aux ménages

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

zone euro, selon lesquels le pourcentage net de banques indiquant un durcissement de leurs critères d'octroi de crédits a diminué. L'enquête a aussi fait état d'une progression de la demande de prêts au logement, surtout dans la première partie de l'année. Les taux appliqués par les banques aux prêts aux ménages se sont inscrits en légère baisse en 2010, de 19 points de base dans le cas des prêts au logement, et de 52 points de base dans le cas des crédits à la consommation.

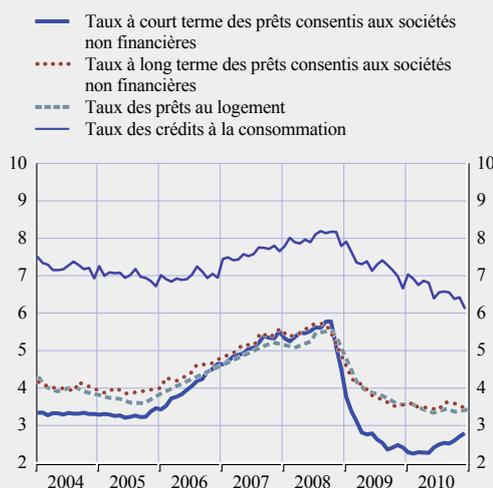
Contrairement à celui des prêts hypothécaires, le taux de croissance annuel des crédits à la consommation ne s'est pas redressé et est resté négatif en 2010. L'évolution des crédits à la consommation a également été conforme aux facteurs économiques, comme l'attestent notamment la vive contraction des ventes de voitures (à la suite de l'expiration, dans la plupart des pays, des dispositifs de prime à la casse) ainsi que les résultats de l'enquête auprès des consommateurs faisant état d'une volonté relativement limitée d'effectuer des achats importants. En outre, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire a montré que la demande de crédits à la consommation est demeurée faible. Cette évolution contrastée des crédits à la consommation et des prêts au logement peut, dans une certaine mesure, aussi refléter les taux d'intérêt. Les crédits à la consommation tendent à être plus chers à financer que les prêts au logement, étant donné qu'ils ont tendance à ne pas être aussi bien garantis. Cependant, les taux des crédits à la consommation se sont repliés en 2010, surtout dans le cas des crédits dont l'échéance est inférieure à un an (cf. graphique 17).

L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES A CONTINUÉ À AUGMENTER, ALORS QUE LEURS CHARGES D'INTÉRÊTS ONT ENCORE DIMINUÉ

En 2010, l'endettement des ménages a crû modérément, mais à un rythme supérieur à la hausse de leur revenu disponible. Par conséquent, le ratio d'endettement des ménages a de nouveau légèrement progressé pour s'établir à 98,8 % environ au quatrième trimestre de l'année (cf. graphique 18). En revanche,

Graphique 17 Taux d'intérêt sur les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières

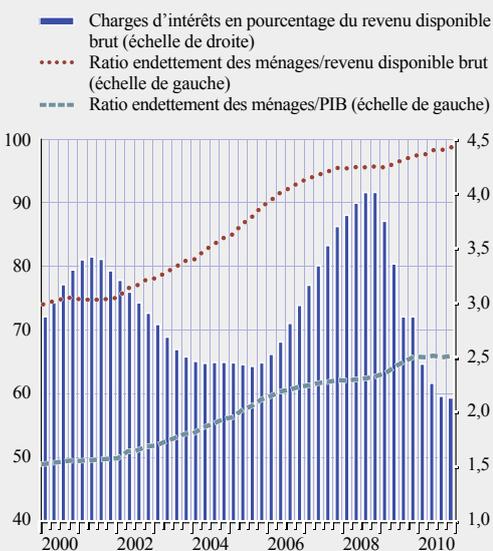
(en pourcentage annuel ; hors frais annexes ; taux appliqués aux contrats nouveaux)



Source : BCE

Graphique 18 Endettement des ménages et charges d'intérêts

(en pourcentage)



Sources : BCE et Eurostat

Notes : L'endettement des ménages comprend le total des prêts accordés aux ménages par tous les secteurs institutionnels, y compris le reste du monde. Les charges d'intérêts n'incluent pas l'intégralité des coûts de financement supportés par les ménages, dans la mesure où sont exclues les commissions sur les services financiers. Les données pour le dernier trimestre ont été en partie estimées.

le ratio d'endettement des ménages par rapport au PIB est demeuré globalement inchangé par rapport au niveau enregistré en décembre 2009, étant donné que le PIB en volume a augmenté plus rapidement que le revenu disponible des ménages. Alors que l'endettement de ceux-ci est resté globalement inchangé dans la zone euro et a manifestement diminué aux États-Unis et au Royaume-Uni, il est demeuré plus faible dans la zone euro. Parallèlement, l'endettement des ménages a continué à présenter un grand degré d'hétérogénéité dans les pays de la zone euro, restant nettement supérieur à la moyenne de la zone euro dans les pays faisant face à des tensions sur le marché de la dette souveraine.

Les charges d'intérêts des ménages (mesurées comme le rapport entre les paiements d'intérêts et le revenu disponible) ont quelque peu fléchi en 2010, même si elles se sont stabilisées vers la fin de l'année. Cette évolution reflète deux facteurs : une nouvelle réduction des taux d'intérêt appliqués aux nouveaux prêts et à ceux renégociés sous l'effet de la transmission des taux directeurs, et la légère progression du revenu disponible des ménages.

COÛT DU FINANCEMENT EXTERNE HISTORIQUEMENT BAS EN 2010

Après avoir vivement reculé en 2009, le coût global réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro a quelque peu rebondi en 2010, dans un contexte de regain des tensions sur la dette souveraine liées à la crise sur les marchés financiers. Cette évolution a masqué d'importantes différences entre les diverses sources de financement. Alors que la baisse du coût réel des prêts bancaires comme des émissions de titres de créance s'est interrompue en 2010, le coût réel des émissions d'actions a fortement augmenté, atteignant des niveaux records en fin d'année (cf. graphique 19). Globalement, le coût global réel du financement externe est demeuré peu élevé en 2010 au regard du passé.

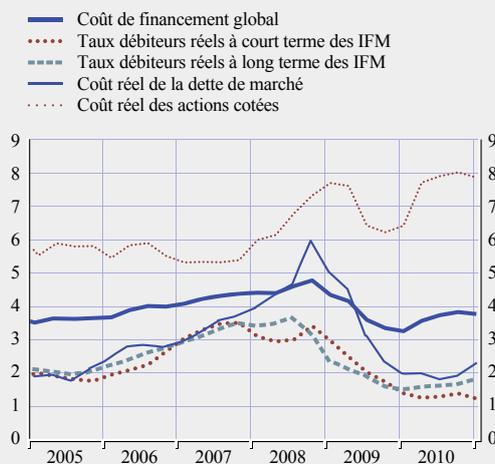
Plus précisément, s'agissant du coût du financement bancaire, les taux débiteurs réels à court terme des IFM se sont légèrement repliés,

revenant de 1,62 % en décembre 2009 à 1,40 % en décembre 2010. Les taux des prêts bancaires à court terme reflètent principalement les évolutions des taux du marché monétaire, lesquelles affectent normalement les coûts de financement à court terme des banques. Entre fin 2009 et fin 2010, l'Euribor 3 mois a effectivement affiché une légère augmentation de 33 points de base : il a atteint un plancher de 0,64 % en avril 2010, avant de lentement remonter pour s'établir à 1,03 % en fin d'année. Son évolution a été largement reflétée par les taux d'intérêt nominaux à court terme appliqués par les banques aux prêts qu'elles accordent aux sociétés non financières, mais la hausse progressive des anticipations d'inflation à court terme a entraîné un recul de 22 points de base des taux débiteurs réels à court terme des banques en cours d'année.

Les taux débiteurs réels à long terme des IFM ont atteint un plancher début 2010 ; dès lors, de fin 2009 à fin 2010, ils ont légèrement augmenté, passant de 1,56 % à 1,71 %. Les taux débiteurs à plus long terme des banques tendent

Graphique 19 Coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro

(en pourcentage annuel)



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

Notes : Le coût réel du financement externe des sociétés non financières est calculé comme étant la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût des titres de créance et du coût des fonds propres, sur la base de leurs encours respectifs et déflaté des anticipations d'inflation (cf. l'encadré 4 du *Bulletin mensuel* de la BCE de mars 2005).

à refléter principalement les fluctuations des rendements des emprunts publics. Le rendement de l'emprunt public à sept ans déterminé à partir de la courbe des rendements de la zone euro a continué de baisser durant la majeure partie de 2010, revenant à 2,11 % en août, avant de remonter vers la fin de l'année, ce qui s'est traduit par un recul global de 33 points de base entre décembre 2009 et décembre 2010. Les taux débiteurs nominaux à long terme n'ont pas suivi le même profil, se stabilisant plus tôt dans l'année et suivant une tendance légèrement haussière vers fin 2010. Dès lors, les écarts entre les taux débiteurs à long terme des banques et les rendements des emprunts publics comparables ont eu tendance à se creuser à nouveau, et ont culminé à plus de 100 points de base pendant la crise de la dette souveraine au printemps, renouant ainsi avec les ordres de grandeur qui avaient été observés durant les turbulences financières de 2008.

L'évolution des taux débiteurs des IFM en 2010 a elle aussi largement reflété l'affaiblissement progressif de la transmission des baisses antérieures des taux directeurs de la BCE aux taux appliqués par les banques à la clientèle de détail. En dépit des turbulences financières, les banques de la zone euro ont dans l'ensemble répercuté la baisse des taux directeurs, conformément au schéma habituel.

Le coût réel du financement par endettement de marché a largement été influencé par l'évolution des écarts de rendement des obligations du secteur privé (mesurés par la différence entre les rendements des obligations du secteur privé et ceux des emprunts publics) tout au long de 2010. Nonobstant un creusement des écarts de rendement entre mai et août 2010 dans un contexte d'aggravation des tensions sur le marché de la dette souveraine qui a poussé les investisseurs financiers à se tourner vers des actifs plus liquides et plus sûrs, le coût réel moyen du financement de marché a été inférieur en 2010 à celui des années précédentes et est retombé à un des niveaux les plus bas jamais enregistrés.

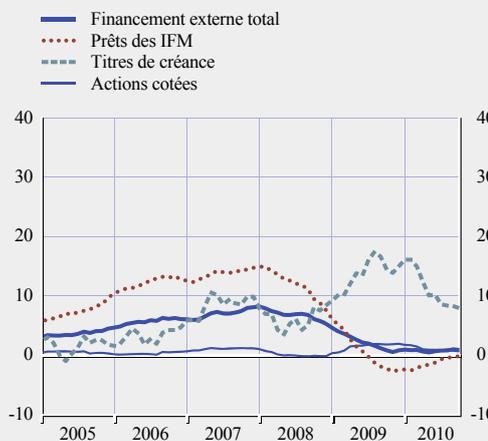
En revanche, le coût réel de l'émission d'actions cotées s'est sensiblement accru en 2010, tiré, en particulier, par une rapide reprise des anticipations de bénéfices des entreprises à un horizon compris entre deux et cinq ans. Entre décembre 2009 et décembre 2010, ce coût a gonflé de 194 points de base, atteignant son plus haut niveau historique grâce à l'accroissement de la volatilité sur les marchés financiers mondiaux.

POURSUITE DU RALENTISSEMENT DU FINANCEMENT EXTERNE EN 2010

Le taux de croissance annuel en volume du financement externe des sociétés non financières de la zone euro a continué de fléchir en 2010, porté par la poursuite de la contraction des prêts consentis par les IFM, laquelle a été contrebalancée par l'émission – positive mais néanmoins en recul – des émissions de titres de créance et d'actions (cf. graphique 20). En dépit de l'amélioration généralisée de la situation économique, le besoin de financement externe des sociétés non financières est resté limité en raison du niveau modeste des dépenses d'investissement et de la contraction des opérations de fusion et acquisition, ainsi que par

Graphique 20 Ventilation par instruments du financement externe des sociétés non financières

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Note : Les actions cotées sont libellées en euros.

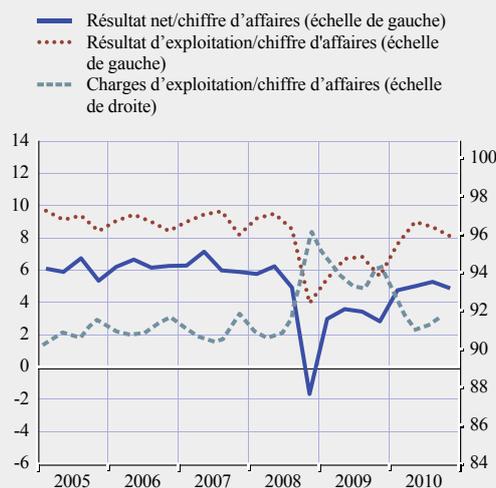
un raffermissement continu de la disponibilité de ressources internes. Vers fin 2010, des signes de normalisation progressive et d'augmentation des besoins de financement des entreprises sont apparus. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, la demande nette de crédits des entreprises, qui était demeurée négative durant plus de deux ans, est redevenue positive. Les stocks et les fonds de roulement, en particulier, ont été réputés contribuer de plus en plus à ce renforcement de la demande de prêts.

Plus particulièrement, l'un des principaux facteurs à l'origine de la relative faiblesse de la demande de financement externe en 2010 a été la hausse généralisée du chiffre d'affaires et de la rentabilité du secteur des sociétés non financières, qui a sensiblement amélioré la disponibilité de ressources internes. Fondée sur les états financiers de sociétés non financières cotées, la rentabilité, mesurée par le rapport du résultat net au chiffre d'affaires, a fortement rebondi en 2010 (cf. graphique 21). La progression des ressources internes s'est reflétée dans l'augmentation des encaisses monétaires, laquelle a très probablement découlé de la réduction persistante des coûts associée à la diminution des charges d'intérêts nettes et des dividendes. L'amélioration de la situation financière des entreprises doit être nuancée, les résultats de l'enquête ayant montré que la rentabilité des petites et moyennes entreprises (PME) a évolué de manière moins favorable en 2010 que celle des grandes entreprises, ce qui suggère que les PME pourraient être plus fragiles que les grandes entreprises, ou qu'elles pourraient accuser un certain retard vis-à-vis de ces dernières⁴.

Outre qu'elles ont profité de la progression des ressources internes, les sociétés non financières de la zone euro ont élargi la gamme de leurs sources de financement ces dernières années, remplaçant la dette bancaire par le financement de marché et recourant de plus en plus à l'émission de titres de créance, notamment. Ce processus de « désintermédiation » s'est amorcé en 2009 et s'est poursuivi en 2010, se traduisant par une forte baisse de la demande de

Graphique 21 Ratios de rentabilité des sociétés non financières cotées de la zone euro

(données trimestrielles ; en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE

Notes : Le calcul est effectué à partir des états financiers trimestriels agrégés des sociétés non financières cotées de la zone euro. Les valeurs extrêmes ont été supprimées de l'échantillon. Comparé au résultat d'exploitation, défini comme étant le chiffre d'affaires moins les charges d'exploitation, le résultat net correspond au résultat d'exploitation et hors exploitation, après impôts et déduction des éléments exceptionnels.

prêts bancaires. Dès lors, le taux de croissance annuel des prêts, qui avait atteint un plancher au premier trimestre de l'année, est demeuré négatif tout au long de 2010. L'activité de prêt à court terme a été particulièrement touchée, le recul de la demande de prêts ayant été amplifié par un mouvement progressif de délaissement des échéances à court terme au profit des échéances à long terme. En moyenne, le taux de croissance annuel des prêts à court terme (c'est-à-dire assortis d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an) a chuté de près de 9 % en 2010, alors que celui des prêts à long terme (c'est-à-dire assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à cinq ans) est effectivement demeuré positif, aux alentours de 3 %. Toutefois, étant donné la gravité particulière de la dernière récession et ce processus de substitution, l'évolution de la croissance des crédits aux entreprises est

⁴ Cf. « Survey on the access to finance of SMEs in the euro area » (Enquête sur l'accès des PME au financement dans la zone euro), BCE, octobre 2010 (disponible sur le site internet de la BCE)

demeurée globalement conforme aux évolutions tendanciennes du cycle conjoncturel. L'incidence de la crise financière a été lourde, mais elle ne s'est pas traduite par une soudaine perturbation de la fourniture de crédits à l'économie. En cours d'année, les banques ont commencé à

faire état d'un durcissement moins prononcé pour les crédits aux entreprises, qui s'expliquait essentiellement par la moindre contribution des facteurs fondés sur les risques, comme les conditions économiques générales ou le risque de défaillance des emprunteurs (cf. encadré 4).

Encadré 4

L'INTERPRÉTATION DES INDICATEURS D'ENQUÊTES RELATIFS AUX CRITÈRES D'OCTROI DES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

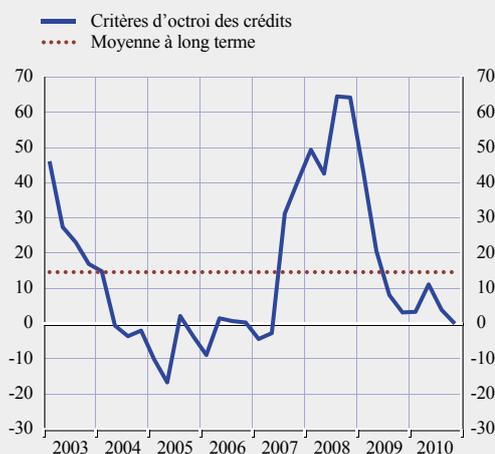
La crise financière a engendré un durcissement exceptionnel des critères d'octroi des crédits accordés par les banques de la zone euro au secteur privé et, en particulier, aux sociétés non financières en 2008. Depuis 2009, les critères d'octroi des crédits ont continué à se resserrer, bien que ce durcissement s'atténue progressivement. Le présent encadré examine plus en détail les évolutions des indicateurs d'enquêtes relatifs aux critères d'octroi des crédits, notamment en 2010, et examine dans quelle mesure ils peuvent indiquer des signes de contraintes sur l'offre de crédit.

Une normalisation progressive des indicateurs d'enquêtes relatifs aux critères d'octroi des crédits

Les résultats détaillés de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire publiés par la BCE intègrent les pourcentages nets des banques signalant un resserrement des critères d'octroi des crédits aux sociétés non financières, calculés comme étant l'écart entre les pourcentages d'entreprises interrogées affirmant qu'elles ont quelque peu ou sensiblement resserré leurs conditions d'octroi des crédits et celles affirmant qu'elles ont quelque peu ou sensiblement assoupli celles-ci. Dès lors, des chiffres positifs indiquent un resserrement net et des chiffres négatifs un assouplissement net des critères d'octroi des crédits. Durant les turbulences financières, le pourcentage net de banques faisant état d'un resserrement des conditions d'octroi des crédits a augmenté de façon spectaculaire, jusqu'à 64 % fin 2008. Depuis lors, ce pourcentage net a progressivement diminué sans, toutefois, se transformer en un assouplissement des critères d'octroi des crédits. En 2010, les banques de la zone euro ont maintenu une tendance modérée au resserrement au cours de l'année, le pourcentage net de banques affirmant avoir durci les critères d'octroi des crédits oscillant à des niveaux légèrement inférieurs à la moyenne à long terme (cf. graphique A). Au deuxième trimestre de l'année, contrairement aux attentes, la tendance

Graphique A Évolutions des critères d'octroi des crédits appliqués à l'approbation des prêts ou des lignes de crédit aux entreprises

(pourcentage net des banques contribuant au resserrement des critères)



Source : Enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro

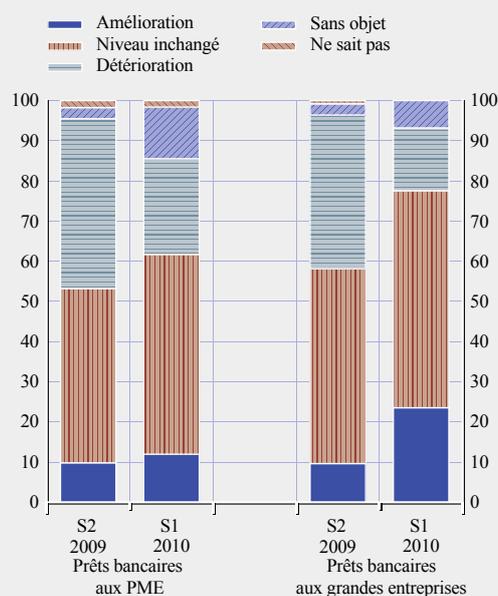
à la baisse observée dans le durcissement net des critères d'octroi des crédits aux entreprises s'est temporairement inversée, dans le contexte de tensions engendrées par la crise de la dette souveraine. À la suite des évolutions négatives des critères d'octroi des crédits aux entreprises au deuxième trimestre 2010, les données relatives au second semestre de l'année ont indiqué une stabilisation, le pourcentage des banques faisant état d'un resserrement des critères d'octroi des crédits revenant de 4 % à 0 % en termes nets.

Eu égard aux pressions associées aux turbulences sur les marchés financiers qui se sont exercées sur les ratios de fonds propres et les positions de financement à partir de mi-2007, les banques de la zone euro ont été incitées à réexaminer leurs ratios d'endettement. Dans un tel cadre, ces banques ont été contraintes de réduire leurs actifs, à commencer par ceux à plus court terme dont la liquidité est plus élevée, tandis que les crédits accordés aux entreprises et aux ménages, considérés comme actifs à plus long terme, se trouvaient au bas de la liste des actifs à réduire. Généralement, ces actifs ne peuvent être réduits qu'en demandant le remboursement des prêts ou en limitant les nouveaux prêts. Par conséquent, le resserrement des critères d'octroi des crédits peut partiellement s'expliquer par ces « pures » contraintes d'offre liées aux préoccupations bilanciellées des banques. D'après les résultats détaillés de l'enquête, en 2010, la perception des risques, c'est-à-dire l'évaluation par les banques de l'incidence des conditions macroéconomiques sur les profils de risque et la solvabilité des emprunteurs, a effectivement joué un rôle considérable dans l'explication du resserrement des critères d'octroi des crédits. Par rapport à 2008 et 2009, il s'avère que les « pures » contraintes d'offre ont moins pesé sur le resserrement des critères d'octroi des crédits, pointant une normalisation progressive de la volonté des banques de prêter au secteur privé. Cette situation est susceptible de réduire le risque d'un rationnement du crédit, qui ne s'est pas concrétisé en raison d'une chute de la demande de prêts, tandis que l'incidence des « pures » contraintes d'offre s'est réduite grâce aux mesures non conventionnelles de politique monétaire prises par la BCE.

Les données issues de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire peuvent se compléter utilement avec les résultats de l'enquête sur l'accès au financement des petites et moyennes entreprises. La dernière enquête sur les PME, qui a couvert la période allant de mars à septembre 2010, a relevé une légère amélioration de l'accès aux prêts bancaires (cf. graphique B). Dans l'ensemble, les PME ont continué à percevoir une dégradation globale de cet accès, mais le nombre d'entreprises interrogées faisant état d'une détérioration a diminué de moitié par rapport aux campagnes d'enquête menées en 2009. Parmi les grandes entreprises, davantage de firmes ont signalé une amélioration plutôt qu'une détérioration de l'accès aux prêts bancaires. Les résultats de l'enquête ont également fait ressortir un taux

Graphique B Accès des entreprises de la zone euro aux prêts bancaires

(pourcentage de participants à l'enquête)



Source : Enquête réalisée par la Commission européenne et la BCE sur l'accès des PME au financement dans la zone euro
 Note : S1 2010 renvoie à la période allant de mars à septembre 2010

de réussite plus élevé en cas de demande de prêts bancaires et une volonté légèrement plus importante de la part des banques d'accorder des prêts.

Une interprétation alternative des résultats de l'enquête sur les critères d'octroi des crédits

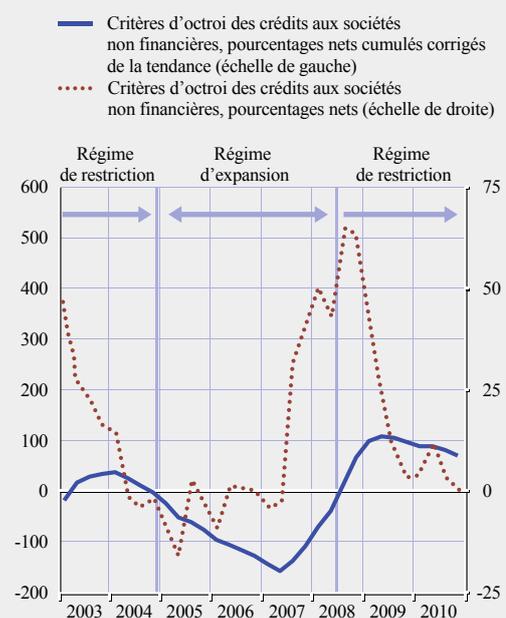
Alors que les résultats de l'enquête 2010 font apparaître une normalisation progressive des critères d'octroi des crédits, il convient de souligner que ces résultats portent sur les évolutions et qu'une évaluation du niveau des critères d'octroi des crédits n'est pas directement fournie. Au vu du resserrement continu des critères d'octroi des crédits depuis plus de deux ans, l'on peut se demander si et comment le niveau des critères d'octroi des crédits peut influencer l'offre globale de crédits.

En principe, il est possible de déduire une approximation du niveau des critères d'octroi des crédits en cumulant les variations en pourcentage net des conditions de crédit au fil du temps. Ainsi apparaît une tendance à la hausse dans la série, susceptible de révéler un biais dans les réponses des banques indiquant un resserrement des critères d'octroi des crédits. Le même phénomène peut s'observer dans l'équivalent américain de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour la zone euro, l'enquête publiée par le Système fédéral de réserve (*Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*). On peut supposer que la moyenne à long terme des critères d'octroi des crédits (qui se situe à un durcissement net moyen de 16 %) est une mesure très simple de ce biais. Parallèlement, au vu de la période d'observation relativement brève, cette moyenne à long terme inclut davantage de cycles de durcissement que de cycles d'assouplissement, ce qui peut donc surestimer le véritable biais. Une fois corrigés afin d'intégrer le biais potentiel, les critères d'octroi cumulés des crédits peuvent servir à définir différents régimes d'octroi des crédits, pour lesquels les écarts négatifs par rapport à la tendance indiqueraient un assouplissement des critères d'octroi des crédits, et les écarts positifs un durcissement de ceux-ci.

Sur la base d'une telle analyse, la période entre 2003 et 2004 peut correspondre à un « régime de restriction de l'octroi de crédits » en ce qui concerne les prêts aux entreprises, alors que la période s'étalant de début 2005 à mi-2008 correspond à un « régime d'expansion de l'octroi de crédits » (cf. graphique C). Par la suite, l'indicateur affiche une nouvelle période de restrictions de l'octroi de crédits et se situait toujours bien au-delà de sa tendance historique fin 2010.

De manière générale, un resserrement des conditions d'octroi des crédits tend à freiner la croissance des prêts, tandis qu'un assouplissement des conditions d'octroi des

Graphique C Régimes de restriction et d'expansion s'agissant des critères d'octroi des crédits et critères d'octroi des crédits aux sociétés non financières de la zone euro



Source : BCE

crédits génère une hausse de la croissance des prêts. Les données empiriques se basant sur l'indicateur de niveau révèlent des effets non linéaires additionnels. En particulier, l'incidence des critères d'octroi des crédits sur la croissance des prêts s'avère être atténuée en fonction du régime dans lequel on se trouve : lors d'une période de restriction de l'octroi de crédits, l'incidence négative d'un resserrement net des critères d'octroi des crédits sur la croissance des prêts n'est pas aussi importante que durant une période d'expansion (comme on a pu le constater, par exemple, entre mi-2007 et 2008). De même, l'incidence positive d'un assouplissement net des critères d'octroi des crédits sur la croissance des prêts est atténuée dans un régime de restriction, et une plus longue période d'assouplissement continu des conditions d'octroi des crédits est nécessaire pour influencer positivement la croissance des crédits. Cette situation correspond fortement aux évolutions effectivement observées en 2010. En raison de l'incidence décalée du resserrement des critères d'octroi des crédits et de ces effets non linéaires apparents, les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de 2010 font apparaître une incidence négative potentielle des facteurs d'offre sur la croissance des prêts au-delà de la fin 2010 et jusqu'au premier semestre 2011, malgré une normalisation évidente des modifications des critères d'octroi des crédits. À plus long terme, le défi consiste toujours à étendre la disponibilité du crédit au secteur privé en cas de raffermissement de la demande.

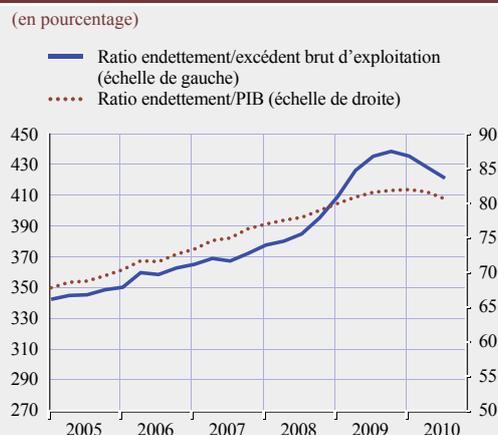
La progression annuelle des émissions de titres de créance a atteint un sommet de 12,3 % au premier trimestre 2010, avant de ralentir progressivement durant le reste de l'année. La vigueur de la demande des investisseurs durant la majeure partie de l'année pourrait avoir reposé sur la quête de rentabilité des investissements et sur l'amélioration des bilans des entreprises. Dans le compartiment à rendement élevé, les émissions ont atteint des sommets en 2010. Dans le même temps, les émissions d'actions cotées sont demeurées contenues et ont eu tendance à diminuer, peut-être freinées par la hausse du coût de l'émission d'actions.

RECU DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES

L'augmentation des résultats des entreprises n'étant allée de pair ni avec une sensible recrudescence des investissements ni avec une vive hausse de la croissance globale de la rémunération des employés, le rebond des flux de revenus s'est traduit en une forte progression du taux d'épargne du secteur des sociétés non financières de la zone euro, qui s'est poursuivie tout au long de 2010. Au deuxième trimestre 2010, le taux de croissance du total des actifs est devenu positif pour la première fois depuis début 2009, porté par une accumulation de disponibilités. En raison à la fois des efforts de désendettement consentis par les entreprises

et de la rapide progression de l'épargne des sociétés par rapport au PIB, le besoin de financement (de manière générale, la mesure dans laquelle les sociétés non financières doivent recourir à des sources de financement externes pour couvrir leurs investissements) est devenu positif en 2010, pour la première fois depuis plus de dix ans, ce qui suggère mécaniquement que les entreprises disposaient de suffisamment

Graphique 22 Ratios d'endettement des sociétés non financières



Sources : BCE, Eurostat et calculs de la BCE
Notes : Les données concernant l'endettement sont tirées des comptes trimestriels européens par secteurs. Elles comprennent les prêts, les titres de créance émis et les provisions de fonds de pension. Données jusqu'au troisième trimestre 2010.

de ressources internes pour couvrir leurs besoins de financement à des fins d'investissement.

Dès lors, l'endettement des entreprises a fortement diminué en 2010 (cf. graphique 22). Au troisième trimestre 2010, le ratio de l'endettement par rapport au PIB et celui de l'endettement par rapport à l'excédent brut d'exploitation sont revenus à, respectivement, 80,6 % et 421,1 %. Les taux de faillite attendus des sociétés de la zone euro sont néanmoins demeurés très élevés durant la majeure partie de 2010. Les ratios d'endettement demeurent en effet très élevés au regard du passé, suggérant que le secteur des entreprises de la zone euro reste sensible à une hausse des coûts de financement externe ou à une atonie de l'activité économique.

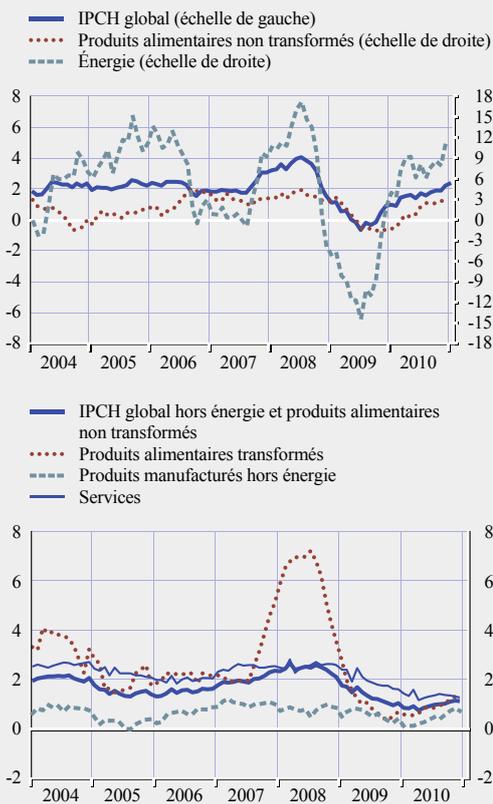
2.3 LES ÉVOLUTIONS DE PRIX ET DE COÛTS

En 2010, la hausse annuelle de l'IPCH, qui était revenu de 3,3 % en 2008 à 0,3 % en 2009, s'est élevée à 1,6 % en moyenne (cf. tableau 1). Cette hausse marque une tendance à la normalisation des évolutions de prix, la progression annuelle positive de l'IPCH en 2010 contrastant avec les chiffres négatifs de la période entre juin et octobre 2009. Bien qu'en moyenne annuelle, l'IPCH se soit situé, en 2010, en deçà de la moyenne de 2 % observée depuis 1999, il amorçait une hausse vers la fin de l'année.

L'accélération de la hausse de l'IPCH en 2010 a principalement découlé de l'augmentation considérable des cours des matières premières (en particulier du pétrole brut), par rapport aux niveaux peu élevés enregistrés en 2009 (cf. graphique 23). La dynamique des cours des matières premières a, quant à elle, reflété la reprise consécutive au ralentissement économique mondial enregistré en 2009, qui avait entraîné ces cours à la baisse. La contribution de la hausse des cours des matières premières à la progression de l'IPCH en 2010 a plus que compensé les pressions moindres exercées sur les prix des services, qui ont été affectés par la profonde récession et la détérioration de la

Graphique 23 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

situation du marché du travail en 2009 avec un certain décalage. À la suite d'une baisse progressive courant 2009, les variations des prix des services à un an d'écart ont continué à diminuer légèrement début 2010 et sont demeurées relativement stables par la suite.

En ce qui concerne la hausse des salaires en 2010, certains signes semblent indiquer que la stabilisation de la situation du marché du travail a mené à un essoufflement de la dynamique des salaires, laquelle a atteint un point bas. La rémunération par tête a progressé en 2010 à un taux comparable à celui observé l'année précédente, devancée par la croissance de la productivité du travail par personne occupée et entraînant ainsi une baisse des coûts unitaires de la main-d'œuvre et une hausse des

Tableau I Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2008	2009	2010	2009 T4	2010 T1	2010 T2	2010 T3	2010 T4	2010 Déc.	2011 Janv.
IPCH et composantes										
Indice global ¹⁾	3,3	0,3	1,6	0,4	1,1	1,5	1,7	2,0	2,2	2,4
Énergie	10,3	-8,1	7,4	-3,2	4,8	8,1	7,3	9,1	11,0	.
Produits alimentaires non transformés	3,5	0,2	1,2	-1,5	-0,8	0,7	2,3	2,8	3,2	.
Produits alimentaires transformés	6,1	1,1	0,9	0,5	0,6	0,8	0,9	1,3	1,5	.
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,6	0,4	0,3	0,1	0,3	0,5	0,8	0,7	.
Services	2,6	2,0	1,4	1,7	1,5	1,2	1,4	1,3	1,3	.
Autres indicateurs de prix et de coûts										
Prix à la production ²⁾	6,1	-5,1	2,9	-4,7	-0,1	3,0	4,0	4,7	5,3	.
Cours du pétrole (en euros par baril) ³⁾	65,9	44,6	60,7	51,2	56,0	62,6	59,6	64,4	69,6	72,6
Cours des matières premières ⁴⁾	2,0	-18,5	44,7	3,1	29,0	48,2	51,5	48,6	49,6	45,7

Sources : Eurostat, Thomson Reuters, Institut de recherche économique de Hambourg et calculs de la BCE

Note : Les données relatives à l'IPCH pour 2011 incluent l'Estonie.

1) L'IPCH pour janvier 2011 correspond à l'estimation rapide d'Eurostat.

2) Hors construction

3) De qualité Brent (livraison à 1 mois)

4) Hors énergie ; en euros

marges bénéficiaires. Cependant, la croissance des salaires négociés était nettement modérée, traduisant probablement l'incidence différée des salaires effectivement négociés sur les conditions du marché. La croissance des salaires horaires a également fortement chuté, reflétant simplement, dans une certaine mesure, l'effet d'un plus grand nombre d'heures travaillées.

L'inflation perçue et l'inflation attendue à court terme par les consommateurs ont grimpé en 2010 à partir de leurs niveaux très faibles de 2009. Les anticipations d'inflation à long terme, mesurées par des enquêtes, ont été très stables, démontrant que les anticipations étaient demeurées fermement ancrées à l'objectif du Conseil des gouverneurs, qui est de maintenir l'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de, 2 % à moyen terme.

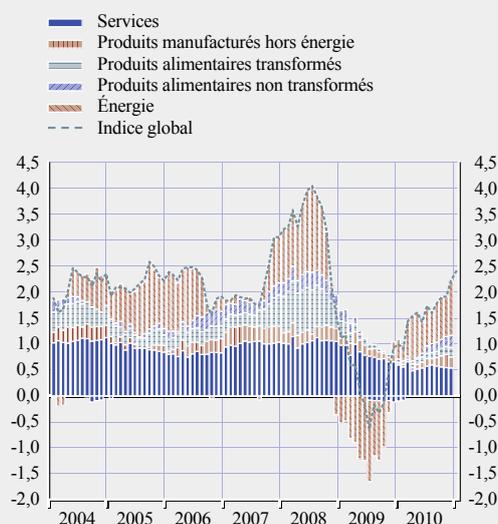
L'INFLATION MESURÉE PAR L'IPCH A PROGRESSÉ, INFLUENCÉE PAR L'ÉVOLUTION DES PRIX DE L'ÉNERGIE ET DES PRODUITS ALIMENTAIRES

La hausse soutenue des cours des matières premières a été le principal facteur à l'origine de la progression de l'IPCH dans la zone euro en 2010. Les cours des matières

premières industrielles, alimentaires et surtout énergétiques ont grimpé, revenant des bas niveaux atteints en 2009 (cf. encadré 5), de sorte

Graphique 24 Contributions des principales composantes à l'IPCH

(contributions annuelles en points de pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

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

que l'augmentation de l'IPCH s'est accélérée, malgré les effets modérateurs du ralentissement de la hausse des salaires et de niveaux d'activité toujours faibles. Les tensions modérées sur les coûts de la main-d'œuvre ont également

affecté les variations des prix des services à un an d'écart, qui ont continué à légèrement ralentir début 2010 pour ensuite demeurer à un niveau plutôt faible pendant le reste de l'année (cf. tableau 1 et graphique 24).

Encadré 5

LA DYNAMIQUE DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES ET SON INCIDENCE SUR L'INFLATION MESURÉE PAR L'IPCH

Les importantes fluctuations des cours des matières premières constituent un sujet de préoccupation majeur ces dernières années. Alors que les cours des matières premières pétrolières et non pétrolières ont brutalement chuté dans le sillage de la crise financière, ils se sont redressés depuis 2009 (cf. graphique A). Les cours des matières premières étant un facteur important de la dynamique de l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro, le présent encadré analyse les développements récents des cours mondiaux des matières premières ainsi que les perspectives d'évolution de ceux-ci, tout en évaluant leur incidence sur l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro, d'un point de vue tant conceptuel qu'empirique.

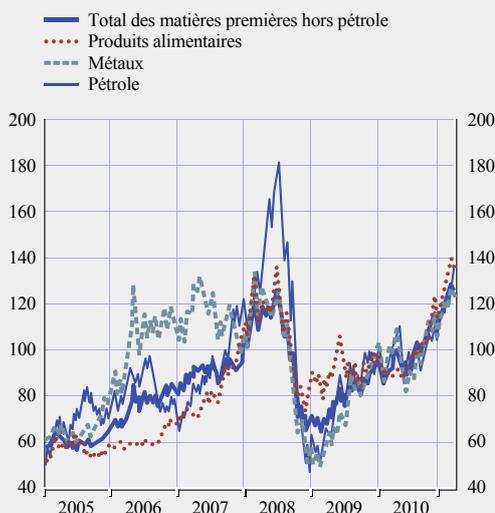
L'évolution des cours des matières premières

Les cours du pétrole sont passés de quelque 45 dollars des États-Unis le baril fin 2008 à 97 dollars le baril en janvier 2011. Les cours des métaux et des matières premières alimentaires ont aussi fortement augmenté durant la même période. Ces hausses peuvent être liées à des anticipations plus optimistes quant à la reprise de l'économie mondiale. Les réductions de production décidées par l'OPEP ont également soutenu les cours du pétrole en 2010, tandis que le net renchérissement des métaux et des matières premières alimentaires a probablement reflété une demande croissante émanant des économies émergentes, des contraintes d'offre ainsi que le faible niveau des stocks. Le rôle des flux financiers et de la spéculation sur les marchés des matières premières a été largement débattu, mais l'incidence réelle de ceux-ci reste difficile à mesurer empiriquement.

S'agissant de l'avenir, les perspectives à moyen terme ayant trait aux cours des matières premières devraient être liées aux perspectives économiques internationales. La reprise mondiale se confirmant, des tensions pourraient affecter l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché

Graphique A Évolution des cours des matières premières

(indice : 2010 = 100)



Sources : Bloomberg et HWWI

Note : La dernière observation se rapporte au 24 février 2011 pour le pétrole et au 18 février 2011 pour les autres matières premières.

pétrolier et les cours des matières premières non pétrolières pourraient subir des pressions à la hausse. Bien qu'il soit difficile de prédire l'évolution future des cours des matières premières, plusieurs indicateurs prospectifs – comme les contrats à terme et les anticipations des banques d'investissement et autres prévisionnistes professionnels – font systématiquement état d'une augmentation des cours des matières premières à moyen terme.

La transmission d'un choc affectant les cours des matières premières : cadre conceptuel

L'impact d'un choc des cours des matières premières sur les prix à la consommation peut être décomposé en effets directs et indirects de premier tour et en effets de second tour¹. Les effets directs de premier tour se rapportent à l'incidence des variations des cours des matières premières primaires (comme les produits alimentaires et le pétrole) sur les prix à la consommation des produits alimentaires et de l'énergie. Les effets indirects de premier tour correspondent aux variations des prix à la consommation qui résultent de l'incidence des variations des cours des matières premières sur les coûts de production (par exemple, une hausse des cours du pétrole qui augmente les coûts des consommations intermédiaires et les prix des biens et des services à forte intensité pétrolière, tels que certains produits chimiques et les services de transport). Les effets de premier tour entraînent un accroissement du niveau des prix, mais n'ont pas d'effets inflationnistes durables.

Les effets de second tour correspondent à la réaction des agents économiques qui fixent les prix et les salaires à la suite d'un choc des cours des matières premières. En cherchant à compenser la perte de revenu réel provoquée par les chocs d'inflation passés, ces agents peuvent affecter les anticipations d'inflation et accentuer le processus d'adaptation des prix et des salaires. Un choc temporaire peut ainsi perdurer et être plus coûteux à éradiquer. La probabilité qu'un choc des cours des matières premières entraîne des effets de second tour dépend de plusieurs facteurs, parmi lesquels la situation conjoncturelle de l'économie, la flexibilité des marchés des biens et du travail (en particulier, la présence de mécanismes d'indexation affectant les négociations salariales et la fixation des prix), la réaction des anticipations d'inflation et, de manière déterminante, la crédibilité de la banque centrale.

Les chocs pétroliers et l'inflation mesurée par l'IPCH

Les variations des cours du pétrole exercent une incidence directe sur l'inflation *via* la composante énergie de l'IPCH. En général, la transmission directe des chocs pétroliers aux prix à la consommation de l'énergie avant taxes est intégrale, rapide et symétrique². Les prix à la consommation de l'énergie, en particulier ceux du carburant et du fioul domestique, dépendent également de facteurs tels que les coûts et marges de raffinage et de distribution et les droits d'accise élevés, ce qui implique que l'élasticité de la transmission est fonction du niveau des cours du pétrole brut (cf. tableau). À 20 euros le baril, la réponse des prix de l'énergie à une hausse de 10 % des cours du pétrole brut est d'environ 16 %, tandis qu'elle est de quelque 33 % à 60 euros le baril. Si les cours du pétrole devaient atteindre 100 euros le baril, l'élasticité serait portée à plus de 40 %, à marges de raffinage et de distribution et droits d'accise constants.

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

2 Cf. A. Meyler, *The pass-through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices*, *Energy Economics*, vol. 31, n° 6, novembre 2009, pp. 867-881

Transmission des cours du pétrole brut aux prix à la consommation de l'énergie

(élasticité)						
Pétrole brut (euros par baril)	Transmission moyenne pondérée aux prix à la consommation de l'énergie (%) ¹⁾	Essence (2,6 %) ²⁾	Gazole (1,4 %) ²⁾	Fioul domestique (0,7 %) ²⁾	Gaz naturel (1,8 %) ²⁾	
20	16	15	19	39	24	
40	26	26	32	56	39	
60	33	35	41	66	49	
80	38	41	48	72	56	
100	42	47	54	76	61	

Source : Calculs des services de l'Eurosysteme

Note : La moyenne pondérée sous-estime sans doute légèrement l'ampleur de la transmission, parce qu'elle postule une répercussion nulle pour l'électricité et les combustibles solides, en raison de l'absence d'une relation nette et robuste avec les cours du pétrole.

1) Sur la base des taxes (TVA, droits d'accise, etc.) à fin 2009, ainsi que des coûts et marges de raffinage et de distribution médians depuis 1999. L'estimation suppose une corrélation entre la composante énergie thermique de l'IPCH (avec un poids de 0,6 %) et le gaz naturel.

2) Pondération dans l'IPCH global.

L'estimation des effets indirects et de second tour des variations des prix de l'énergie est plus délicate, et les résultats sont entachés d'une plus forte incertitude. Ainsi, selon des modèles simples, non structurels, l'incidence cumulée après trois ans des effets indirects et de second tour sur l'inflation à la suite d'un renchérissement de 10 % du pétrole, s'établit environ à 0,2 point de pourcentage³. Cependant, des modèles plus complexes, dans lesquels les anticipations jouent un rôle formel et où la réponse de la sphère réelle de l'économie et ses effets sur les variables nominales sont explicitement pris en compte, font état d'un impact moins important de quelque 0,1 point de pourcentage, dans la mesure où le choc affectant les prix de l'énergie est considéré comme transitoire et où les anticipations d'inflation demeurent solidement ancrées après la variation des prix de l'énergie.

L'incidence des variations des cours des matières premières industrielles et alimentaires

Des données empiriques montrent qu'une augmentation permanente de 10 % des cours des matières premières industrielles (comme les matières premières agricoles et les métaux) entraîne une progression de l'IPCH inférieure à 0,1 point de pourcentage en trois ans, avec un impact très limité durant la première année. Les matières premières industrielles interviennent dans la production d'un large éventail de composantes de l'IPCH, soit comme intrants directs (tels que les métaux pour l'automobile ou les textiles pour l'habillement), soit comme intrants indirects dans les équipements utilisés pour produire des biens et des services. Les matières premières industrielles sont essentielles aux premiers stades du processus de production et il existe clairement une relation décalée entre les variations de leurs cours et celles des prix à la production des biens intermédiaires dans la zone euro (cf. graphique B). Toutefois, au niveau des biens de consommation finale, la proportion des matières premières industrielles est relativement réduite par rapport à d'autres intrants, comme le travail et l'énergie, ce qui explique la transmission relativement faible⁴.

Selon les estimations, une augmentation permanente de 10 % des cours des matières premières alimentaires entraîne, lors de la première année suivant le choc, une hausse de 0,5 point de pourcentage environ de la composante produits alimentaires de l'IPCH et, étant donné que celle-ci représente 19,2 % du panier total de l'IPCH, une progression de 0,1 point de pourcentage de

3 Cf. *Energy markets and the euro area macroeconomy*, Structural Issues Report, BCE, juin 2010

4 Cf. B. Landau et F. Skudelny, *Pass-through of external shocks along the pricing chain: A panel estimation approach for the euro area*, document de travail de la BCE n° 1104, novembre 2009

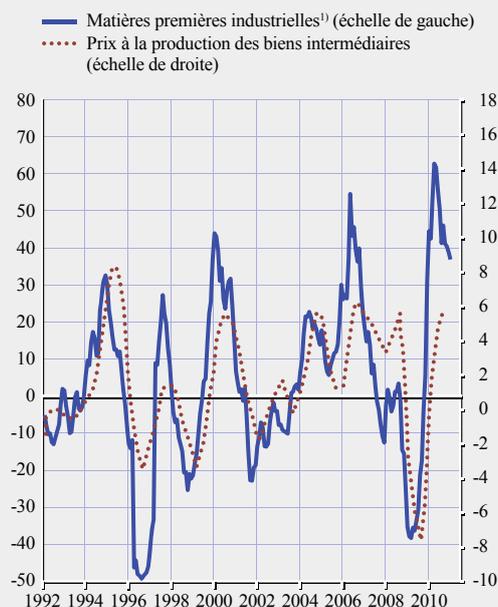
l'IPCH. Cette estimation prend en compte le fait que, pour un certain nombre de matières premières alimentaires produites directement au sein de l'UE (comme les céréales, le froment et le blé, ainsi que le beurre et le lait écrémé), les cours observés par le passé sur les marchés internationaux ont été un peu plus bas et sensiblement plus volatils que les prix relevés dans l'UE. Cette différence est, dans une large mesure, attribuable à la politique agricole commune, qui aide à amortir la transmission des chocs mondiaux aux prix du marché intérieur de l'UE par le biais de mécanismes de soutien des prix, tels que les prix d'intervention, les tarifs douaniers à l'importation et les quotas⁵.

Dans l'ensemble, le processus de transmission des chocs affectant les cours des matières premières aux prix à la consommation est complexe. Il est fonction de nombreux facteurs, comme la source du choc (choc de demande ou choc d'offre), les anticipations concernant son caractère transitoire ou permanent, ainsi que les aspects structurels de l'économie, dont la spécialisation sectorielle et les caractéristiques de la fixation des salaires et des prix. Alors que la politique monétaire ne peut guère agir sur les effets de premier tour d'un choc des cours des matières premières, il convient de prévenir les effets de second tour. À cet égard, des mécanismes de fixation des salaires et des prix plus flexibles et une politique monétaire crédible sont essentiels afin d'éviter que des hausses ponctuelles des cours des matières premières ne se traduisent par une accélération de l'inflation à moyen terme.

5 Cf. G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez et L. Onorante, *Food price pass-through in the euro area: The role of asymmetries and non-linearities*, document de travail de la BCE n° 1168, avril 2010

Graphique B Matières premières industrielles et prix à la production des biens intermédiaires

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : HWWI, Eurostat et calculs de la BCE
 1) Série décalée de six mois.

Liée aux cours mondiaux du pétrole, la composante énergie de l'IPCH, représentant 9,6 % de l'IPCH global, a été en hausse en 2010, atteignant une moyenne sur 12 mois de 7,4 %, soit un renversement de tendance par rapport à la chute de 8,1 % observée en 2009. L'impact de cette hausse s'est particulièrement fait ressentir sur les prix des postes directement influencés par les cours du pétrole, tels que les combustibles liquides, et les carburants et lubrifiants destinés aux moyens de transport personnels, et sur ceux répondant avec un certain décalage, tels les

prix à la consommation du gaz. Les prix des produits alimentaires se sont également accrus, en particulier les prix des produits alimentaires non transformés, qui ont augmenté de 1,2 % en moyenne en 2010, contre 0,2 % en 2009. Outre la hausse des cours des matières premières alimentaires à l'échelle mondiale, la progression des prix à la consommation des produits alimentaires a reflété les mauvaises conditions météorologiques temporaires qui ont pesé sur les prix des fruits et légumes. L'accélération de l'inflation au cours des derniers mois de 2010 a

été relativement modeste pour ce qui est de la composante produits alimentaires transformés, qui comprend des produits tels que le pain et les céréales, s'établissant à 0,9 % en 2010, un niveau inférieur à celui de 1,1 % atteint en 2009.

Hors énergie et produits alimentaires, l'inflation moyenne mesurée par l'IPCH a été moins élevée en 2010 qu'en 2009. Cette baisse a été le résultat de l'effet modérateur de facteurs intérieurs sur l'évolution des prix des services, associé à une hausse des prix relativement stable en moyenne annuelle des produits manufacturés hors énergie. Cette évolution a également masqué la hausse progressive des variations à un an d'écart enregistrée depuis le très faible niveau atteint au second trimestre 2010. Cette hausse peut s'expliquer par des tensions sur les prix dans la chaîne d'approvisionnement, telles que des hausses des prix des biens intermédiaires et des niveaux d'utilisation des capacités de production. En outre, l'alourdissement de la fiscalité indirecte et la dépréciation du taux de change effectif de l'euro ont pesé sur l'inflation annuelle des produits manufacturés hors énergie, qui est récemment passée de son niveau le plus bas (0,1 %) observé au premier trimestre 2010 pour se situer à 0,7 % en décembre. La hausse des prix des produits manufacturés hors énergie a été atténuée dans une certaine mesure par la progression modérée des coûts de la main-d'œuvre. Contrairement à la hausse des prix des biens manufacturés hors énergie enregistrée courant 2010, l'évolution à un an d'écart des prix des services observée au cours de l'année n'a pas été très marquée. Elle s'est caractérisée en début d'année par la poursuite du faible ralentissement. Par conséquent, l'inflation des prix des services s'est à nouveau ralentie en moyenne en 2010, s'établissant à 1,4 %, après avoir affiché 2 % en 2009. Cette baisse du taux de variation des prix des services était plutôt généralisée, reflétant des pressions des coûts plus contenues ainsi qu'une concurrence accrue en vue d'acquérir des clients dans un contexte de demande relativement faible. Dans le cas des services de communication, par contre,

la contribution, habituellement négative, est devenue moins négative.

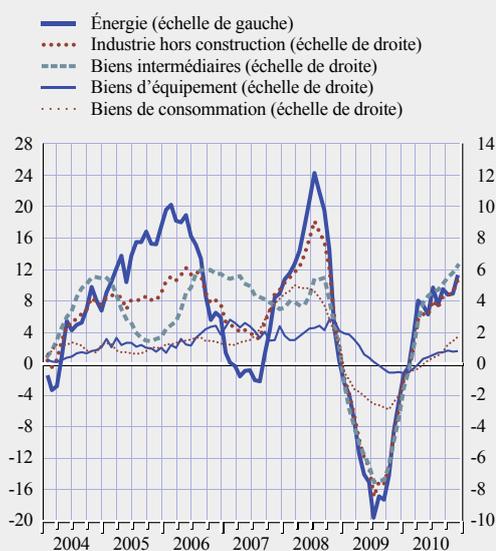
LES PRIX À LA PRODUCTION ONT GRIMPÉ EN 2010

Les tensions significatives sur les prix tout au long de la chaîne d'approvisionnement se sont accrues en 2010, principalement en raison de la hausse de la demande mondiale de matières premières. Ces tensions ont engendré une hausse des prix à la production à différents stades de la chaîne de production, amplifiée par les effets de base provenant de la contraction de l'activité et de l'intensification de la concurrence en 2009.

Le taux de progression annuel des prix à la production des produits manufacturés (hors construction) dans la zone euro a été de 2,9 % en 2010, alors qu'une baisse de 5,1 % avait été enregistrée en 2009. Le principal facteur à l'origine de ces évolutions de prix a été les cours du pétrole, qui ont porté la variation annuelle des prix à la production des postes de la composante

Graphique 25 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

énergie à 6,4 % en 2010, par rapport à une diminution de 11,8 % en 2009.

À l'exclusion de la construction et de l'énergie, le taux de croissance annuel des prix à la production a également augmenté, mais dans des proportions bien inférieures (1,6 % en 2010, comparé à une baisse de 2,9 % en 2009). Ce mouvement a particulièrement touché la composante biens intermédiaires et, dans une moindre mesure, les composantes biens de consommation et d'équipement (cf. graphique 25).

L'ÉVOLUTION DES COÛTS DE LA MAIN-D'ŒUVRE A ÉTÉ MODÉRÉE

Les indicateurs de coûts de la main-d'œuvre disponibles pour la zone euro ont fait ressortir une modération de l'évolution des coûts de la main-d'œuvre en 2010, et ont indiqué un essoufflement de la dynamique des salaires, laquelle a atteint un point bas. Malgré une forte baisse des taux de croissance annuels des salaires négociés et des salaires horaires, la croissance de la rémunération par tête en 2010 a été comparable au faible niveau enregistré l'année précédente.

L'évolution des salaires négociés s'est sensiblement ralenti en 2010, pour afficher un taux de croissance annuel de 1,6 % au quatrième trimestre, après avoir atteint 2,6 % en 2009. Cet indicateur recouvre la composante principale des salaires fixés par convention collective. Son ralentissement peut refléter l'incidence différée sur les salaires effectivement négociés de la détérioration des conditions

prévalant sur le marché du travail, qui a engendré une baisse du pouvoir de négociation des travailleurs (cf. tableau 2).

Le taux de croissance annuel de la rémunération par tête s'établissait à 1,5 % au troisième trimestre 2010, comme en 2009. Trois types d'activité affichaient une accélération de la croissance de la rémunération par tête, à savoir l'industrie hors construction, les services marchands impliqués dans le commerce et les transports, et ceux liés aux activités financières et commerciales. Dans les autres secteurs, la croissance par tête a reculé (cf. graphique 26).

Comme dans le cas des salaires négociés, le taux de croissance annuel des coûts horaires de la main-d'œuvre a considérablement ralenti, contrairement à la situation de 2009, lorsque les hausses des salaires horaires étaient demeurées élevées. La baisse de la croissance des salaires horaires peut, en partie, simplement refléter l'incidence d'un plus grand nombre d'heures travaillées, étant donné que, dans le cadre des divers dispositifs en place (comme les comptes épargne-temps flexibles et les dispositifs de chômage partiel subventionnés par l'État), l'allongement de la durée du travail n'implique pas nécessairement une hausse de la rémunération des employés. Le ralentissement du taux de croissance annuel des coûts horaires de la main-d'œuvre en 2010 provient des secteurs industriels. En 2009, c'est ce dernier secteur qui avait affiché la plus grande croissance des salaires horaires et qui avait recouru le plus intensivement à des mesures de flexibilité du temps de travail.

Tableau 2 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre

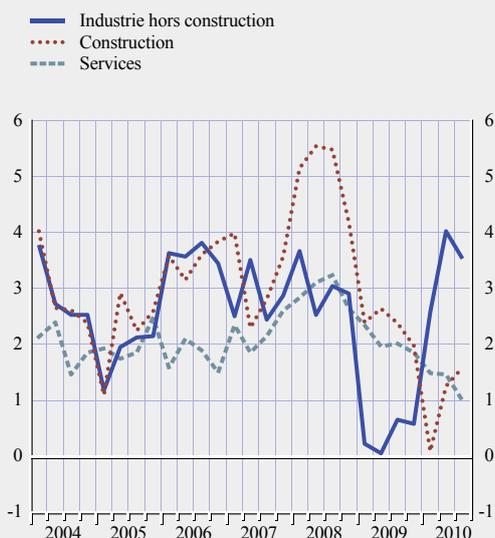
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2008	2009	2010	2009 T4	2010 T1	2010 T2	2010 T3	2010 T4
Salaires négociés	3,3	2,6	1,7	2,1	1,8	1,9	1,5	1,6
Coûts horaires totaux de main-d'œuvre	3,4	2,9	.	2,0	1,9	1,6	0,8	.
Rémunération par tête	3,2	1,5	.	1,4	1,5	1,9	1,5	.
<i>Pour mémoire :</i>								
Productivité du travail	-0,3	-2,3	.	0,0	2,1	2,5	2,1	.
Coûts unitaires de main-d'œuvre	3,5	3,9	.	1,4	-0,5	-0,6	-0,5	.

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

Graphique 26 Ventilation sectorielle de la rémunération par tête

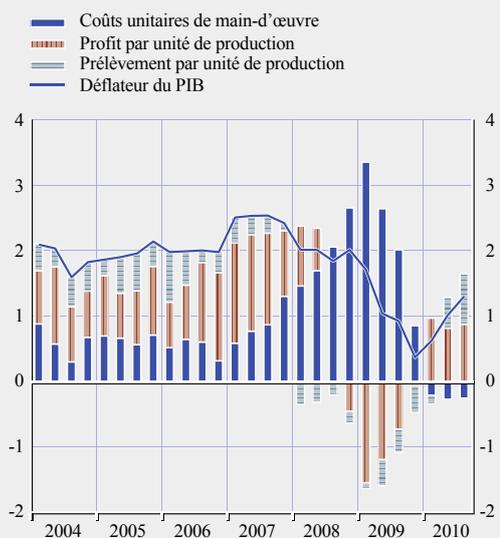
(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique 28 Décomposition du déflateur du PIB

(variations annuelles en pourcentage ; en points de pourcentage)



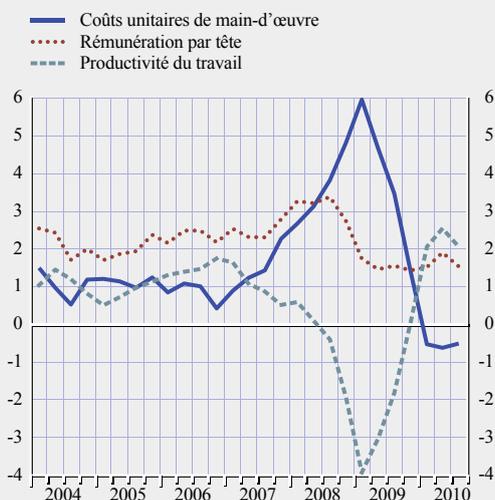
Source : Eurostat

La croissance de la productivité du travail par tête a dépassé les gains en termes de rémunération par tête au sein de la zone euro, entraînant ainsi une chute des coûts unitaires de la main-

d'œuvre et une hausse des marges bénéficiaires. La croissance annuelle de la productivité du travail par tête a augmenté de 2,2 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres 2010, alors qu'une baisse de 2,3 % avait été enregistrée en 2009. Au vu des évolutions de la rémunération par tête, les coûts unitaires de la main-d'œuvre ont chuté de 0,5 % au cours des trois premiers trimestres 2010, contrastant avec la hausse de 3,9 % enregistrée en 2009 (cf. graphique 27). Reflétant cette baisse des coûts unitaires de la main-d'œuvre, les marges d'exploitation se sont redressées, le renforcement du pouvoir de fixation des prix par les entreprises étant attesté par la hausse progressive du taux de croissance annuel du déflateur du PIB. Cette augmentation reflète également la contribution positive de la composante prélèvements par unité de production depuis le deuxième trimestre 2010 (cf. graphique 28).

Graphique 27 Coûts de main-d'œuvre dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Source : Eurostat

HAUSSE DES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

Les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro, qui ne sont pas pris en compte dans l'IPCH, ont augmenté de 2,4 % au cours des trois premiers trimestres 2010, après

Graphique 29 Évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; données annuelles)



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

Note : Les données pour 2010 incluent les données jusqu'au troisième trimestre.

avoir présenté un recul de 2,9 % en 2009 (cf. graphique 29). Toutefois, la hausse globale observée depuis début 2010 masque des évolutions divergentes au sein des pays et des régions de la zone euro, certains continuant à afficher une baisse des prix de l'immobilier résidentiel en 2010.

ÉVOLUTION DES ANTICIPATIONS D'INFLATION

Les informations provenant des prévisionnistes professionnels font apparaître que les anticipations d'inflation à long terme (dans cinq ans) tirées des enquêtes ont été proches de 2 %, à en juger par le Consensus économique, le baromètre de la zone euro et l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels. D'après cette dernière, les estimations individuelles de l'inflation pour 2015 formulées par les prévisionnistes sondés par la BCE sont restées dans une étroite fourchette comprise entre 1,9 % et 2 % en 2010. Les indicateurs fondés sur le marché, comme les points morts d'inflation dérivés des obligations indexées sur l'inflation dans la zone euro et les taux comparables tirés des *swaps* indexés sur

l'inflation, ont également révélé des anticipations d'inflation solidement ancrées.

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

REDRESSEMENT DU PIB DE LA ZONE EURO EN 2010

Le PIB en volume de la zone euro a progressé de 1,9 % du début de l'année 2010 au troisième trimestre, après la contraction très prononcée de 4,1 % enregistrée en 2009 (cf. tableau 3). Le redressement de l'activité en 2010 est dû à plusieurs facteurs. Premièrement, les exportations de la zone euro ont bénéficié de la reprise de l'activité et de la demande au niveau mondial. Deuxièmement, les stocks ont apporté une contribution positive, en particulier au premier semestre, les entreprises ayant ralenti le rythme de déstockage. Troisièmement, la demande intérieure (hors stocks) s'est timidement redressée, la consommation publique continuant à progresser, et la consommation et l'investissement du secteur privé ayant cessé de reculer comme cela avait été le cas en 2009 pour augmenter légèrement, en termes annuels, au troisième trimestre 2010. L'amélioration de la consommation et de l'investissement du secteur privé a reflété en partie un renforcement de la confiance par rapport aux niveaux très bas observés auparavant. La reprise de l'activité économique dans la zone euro a également été soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire et les mesures adoptées pour rétablir le fonctionnement du système financier.

HAUSSE DU PIB ESSENTIELLEMENT DUE AUX EXPORTATIONS ET AUX STOCKS

L'expansion économique de 2010 a été largement tirée par les exportations et les stocks. La consommation publique a continué de progresser, tandis que la consommation et l'investissement du secteur privé ont affiché une croissance annuelle modérée au troisième trimestre 2010, après s'être contractés en 2009. La contribution positive des stocks a principalement concerné le premier semestre,

Tableau 3 Structure de la croissance du PIB en volume

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

	Taux annuels ¹⁾								Taux trimestriels ²⁾				
	2008	2009	2010	2009	2010	2010	2010	2010	2009	2010	2010	2010	2010
				T4	T1	T2	T3	T4	T4	T1	T2	T3	T4
Produit intérieur brut en volume													
dont	0,4	-4,1	-2,0	0,8	2,0	1,9	2,0	0,2	0,4	1,0	0,3	0,3	
Demande intérieure ³⁾	0,4	-3,4	-2,8	0,4	2,1	1,9		-0,1	0,9	0,9	0,2		
Consommation privée	0,4	-1,1	-0,4	0,4	0,6	1,0		0,3	0,3	0,2	0,1		
Consommation publique	2,4	2,4	1,7	1,1	0,6	0,4		-0,1	0,1	0,1	0,4		
Formation brute de capital fixe	-0,8	-11,4	-9,6	-5,0	-0,8	0,2		-1,2	-0,4	2,0	-0,3		
Variation des stocks ^{3), 4)}	-0,2	-0,8	-0,8	1,0	1,7	1,2		0,0	0,7	0,4	0,1		
Exportations nettes ³⁾	0,1	-0,7	0,7	0,3	-0,1	0,0		0,3	-0,5	0,1	0,2		
Exportations ⁵⁾	1,0	-13,2	-5,3	5,7	11,7	11,3		2,0	2,6	4,4	1,9		
Importations ⁵⁾	0,8	-11,9	-7,1	4,8	12,4	11,7		1,2	4,2	4,3	1,5		
Valeur ajoutée brute en volume													
dont:													
Industrie (hors construction)	-2,2	-13,3	-6,8	3,6	6,8	5,2		0,6	2,0	2,0	0,4		
Construction	-1,2	-5,9	-5,8	-6,6	-4,2	-3,1		-1,7	-1,6	0,8	-0,7		
Services purement marchands ⁶⁾	1,5	-3,1	-1,9	0,7	1,4	1,7		0,1	0,5	0,7	0,4		

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Notes : Les données sont désaisonnalisées et partiellement corrigées des jours ouvrés, les pays de la zone euro ne communiquant pas tous des séries de comptes nationaux trimestriels corrigées du nombre de jours ouvrés.

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

2) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

3) Contribution à la croissance du PIB en volume ; en points de pourcentage

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

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

6) Comprend le commerce et les réparations, l'hôtellerie et la restauration, les transports et les communications, l'intermédiation financière, l'immobilier, la location et les services aux entreprises.

les entreprises ayant décidé de ralentir le rythme du déstockage par rapport à 2009. Les exportations de la zone euro ont bénéficié de l'amélioration de l'environnement extérieur conjuguée à l'atténuation de la crise financière, donnant lieu à un renforcement de la croissance dans les pays développés et les pays émergents. L'essor de la demande étrangère a conduit à une hausse particulièrement prononcée des exportations en 2010. Toutefois, cette évolution ne s'est pas traduite au total par une contribution positive des exportations nettes, en raison de la progression légèrement plus rapide des importations. La consommation et l'investissement du secteur privé ont repris, mais n'ont pas complètement surmonté les conséquences des récentes turbulences financières, qui restent sans précédent, et de la récession (cf. graphique 30).

La consommation privée a progressé de 1,0 % sur les trois premiers trimestres 2010, après une contraction de 1,1 % en 2009. Ce redressement

Graphique 30 Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume

(contributions trimestrielles en points de pourcentage ; données cvs)



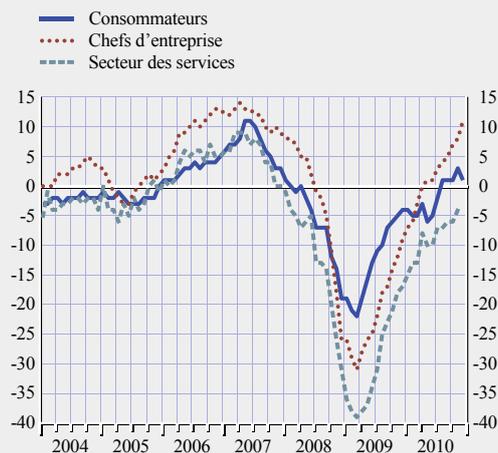
Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

a été soutenu par la croissance du revenu disponible réel et une baisse de l'épargne de précaution sous l'effet d'une réduction de l'incertitude liée à la stabilisation progressive du marché du travail. Des effets de richesse produits par l'amélioration des marchés d'actifs ont aussi pu jouer un rôle (cf. encadré 6). L'augmentation de la consommation privée s'est accompagnée d'un redressement de la confiance des consommateurs en 2010 (cf. graphique 31). Tandis que le revenu disponible réel global a contribué à la croissance de la consommation privée, la situation encore atone du marché du travail a été le principal frein à la reprise de la dépense des ménages. La consommation privée a en particulier subi le contrecoup de la poursuite du recul de la demande de véhicules de la part des ménages. Cependant, cette baisse masque des divergences considérables entre les pays, qui peuvent en partie s'expliquer par des différences dans le retrait des mesures de relance budgétaire, en particulier s'agissant des « primes à la casse ».

Graphique 31 Indicateurs de confiance

(soldes d'opinion ; cvs)



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

Note : Les données présentées 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 à compter d'avril 1995 pour l'indicateur de confiance dans le secteur des services.

Encadré 6

LE COMPORTEMENT D'ÉPARGNE DES MÉNAGES DANS LA ZONE EURO

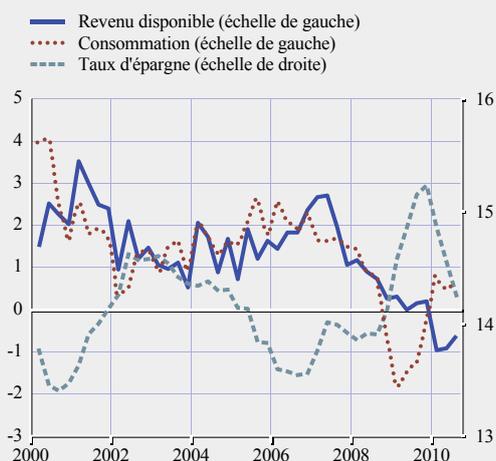
Au cours de la récession de 2008-2009, le taux d'épargne des ménages dans la zone euro a fortement augmenté. Sur la base des sommes mobiles sur quatre trimestres, il a culminé à 15,2 % au quatrième trimestre 2009, niveau supérieur de 1,4 point de pourcentage à celui du début de la récession, au premier trimestre 2008. Il a ensuite diminué en 2010, pour s'établir à 14,2 % au troisième trimestre (cf. graphique A). Le présent encadré examine les facteurs qui ont été à l'origine du comportement d'épargne des ménages dans la zone euro durant la récession et au cours de la reprise actuelle, et évalue les perspectives d'évolution dans ce domaine.

Motivations théoriques à l'origine du comportement d'épargne des ménages

Pour expliquer les décisions des ménages en matière de consommation et d'épargne, la théorie économique suggère l'existence d'un certain nombre de motivations qui peuvent être difficiles à distinguer les unes des autres. Un principe essentiel veut que les ménages ajustent leur consommation en fonction du revenu réel qu'ils s'attendent à percevoir sur leur durée de vie totale. L'épargne des ménages constitue ainsi un moyen de lisser la consommation face aux variations du revenu, aussi bien à long terme (par exemple, en épargnant pour la retraite) que sur des périodes plus courtes (dans le cas de fluctuations temporaires du revenu).

Graphique A Revenu, consommation et épargne des ménages

(croissance en glissement annuel ; en pourcentage du revenu disponible)



Sources : Eurostat et BCE

Note : Le taux d'épargne est mesuré sur la base d'une moyenne mobile sur quatre trimestres.

Toutefois, les fluctuations du revenu ne sont peut être pas le seul facteur agissant sur le taux d'épargne. Pour certains ménages, le niveau d'épargne est influencé par les modifications de leur patrimoine financier et non financier, la hausse de la valeur de leurs actifs nets étant une importante source supplémentaire de pouvoir d'achat présent et futur. Le degré d'incertitude qui entoure les revenus futurs (en liaison, notamment, avec les perspectives d'évolution de l'emploi) peut également influencer sur l'épargne. Il peut inciter les ménages à accroître leurs encaisses pour se prémunir contre des baisses inattendues de leurs revenus (« épargne de précaution »). Les décisions des ménages en matière d'épargne peuvent aussi être affectées par les décisions et le comportement d'autres agents économiques. Les évolutions des finances publiques, par exemple, peuvent être un facteur important : l'augmentation de la dette publique peut conduire les ménages à adopter un comportement ricardien, et donc

à augmenter leur épargne, au moins dans une certaine mesure, en prévision d'un alourdissement futur de la fiscalité.

Évolutions récentes de l'épargne des ménages dans la zone euro

La hausse du taux d'épargne pendant la récession est difficilement conciliable avec la notion de lissage de la consommation face à une diminution des revenus. L'un des principaux facteurs susceptibles d'avoir influencé les décisions d'épargne des ménages durant cette période est l'incertitude entourant les perspectives d'évolution future des revenus, dans le contexte de la crise financière et du ralentissement de l'activité économique. L'emploi a fortement diminué pendant la récession et le chômage dans la zone euro a augmenté. La sécurité de l'emploi a donc constitué pour les ménages une importante source de préoccupation, qui les a incités à réduire leur dépense et à accroître leur épargne de précaution. Depuis la fin de la récession, toutefois, l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs a fait état d'un regain d'optimisme des ménages en ce qui concerne la situation économique et, en particulier, l'évolution du chômage dans la zone euro. C'est probablement l'une des raisons du fléchissement du taux d'épargne des ménages en 2010.

Il est également possible que le comportement des ménages lors du dernier cycle ait été affecté par les modifications des anticipations en matière de revenus futurs. Les ménages s'attendaient probablement à une diminution durable de leur patrimoine immobilier en raison de la correction des marchés de l'immobilier résidentiel dans de nombreux pays de la zone euro. De plus, le recul des marchés boursiers en 2008 et début 2009 a entraîné une nette diminution de leur patrimoine financier. Ces évolutions ont incité les ménages à accroître leur épargne. Depuis lors, les marchés financiers se sont redressés et les informations disponibles les plus récentes tendent à indiquer que la baisse des prix de l'immobilier a touché à son terme dans l'ensemble de la zone euro. Ces deux

facteurs ont contribué à une augmentation, en glissement annuel, du patrimoine financier net des ménages (cf. graphique B) depuis le dernier trimestre 2009 et expliquent peut-être en partie le recul de l'épargne observé en 2010. Toutefois, des inquiétudes demeurent sur l'état des bilans des ménages dans certaines régions de la zone euro, en particulier celles où les prix des actifs et les niveaux d'endettement avaient augmenté au cours des années précédant la crise financière, ce qui pourrait amener ces agents économiques à maintenir leur taux d'épargne à un niveau élevé.

Une autre source d'incertitude, depuis le démarrage de la crise financière, a trait à l'incidence des fortes augmentations des déficits publics. Pendant la récession, le jeu des stabilisateurs automatiques a contribué à préserver les revenus des ménages, notamment par le biais du recul des impôts et de la hausse des transferts. Certaines mesures discrétionnaires prises par l'État, comme les subventions à l'achat de véhicules neufs mises en place dans de nombreux pays de la zone euro, ont également encouragé la consommation au cours de la récession. Toutefois, les conséquences globales de ces facteurs sur le taux d'épargne des ménages seraient liées à la perception, par ces agents, des implications à long terme du financement de la dette publique. Il se peut que la forte hausse des niveaux d'endettement publics ainsi que les projections indiquant que les déficits demeureraient élevés sur une longue période aient attisé les inquiétudes des ménages s'agissant des perspectives budgétaires. L'assainissement budgétaire futur, qu'il prenne la forme d'une hausse de la fiscalité ou d'une réduction des dépenses publiques, affecte les revenus des ménages au cours des années suivantes, ce qui a peut-être incité ces agents à accumuler de l'épargne par anticipation. Ces préoccupations ont pu être particulièrement marquées au cours des périodes d'incertitude accrue relative à la dette souveraine sur les marchés financiers début 2010 ainsi que plus tard dans l'année, propulsant peut-être l'épargne à des niveaux qui n'auraient peut-être pas été atteints dans d'autres circonstances.

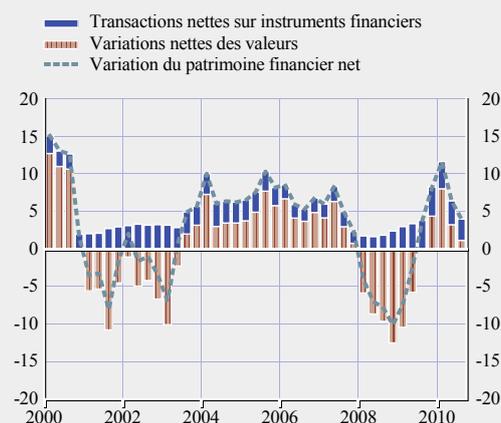
Perspectives relatives à l'épargne des ménages dans la zone euro

Le taux d'épargne des ménages dans la zone euro, qui a fléchi en 2010, devrait encore diminuer légèrement à l'avenir, les ménages étant incités à réduire leur épargne de précaution à mesure que la reprise économique s'accélère et que la situation continue de s'améliorer sur le marché du travail.

Néanmoins, l'incertitude relative à l'évolution de l'épargne des ménages demeure élevée. Certes, une reprise plus rapide que prévu pourrait améliorer la confiance et amener les ménages à accroître leur consommation et à réduire leur épargne. Toutefois, il est également possible que le niveau d'épargne des ménages demeure à un niveau durablement plus élevé qu'avant la récession, si la crise a conduit ces agents à être plus inquiets qu'auparavant sur leurs perspectives de revenu ou si elle les a poussés à continuer de reconstituer leurs bilans et de réduire leurs niveaux d'endettement, malgré l'ajustement opéré au cours des trois dernières années. En outre, à la suite de l'éclatement de bulles sur certains marchés d'actifs, les ménages portent sans doute

Graphique B Patrimoine financier net des ménages

(croissance en glissement annuel ; contributions à la croissance annuelle)



Sources : Eurostat et BCE

désormais un diagnostic moins optimiste sur les évolutions futures de leur patrimoine. Enfin, l'épargne pourrait demeurer élevée si les ménages s'inquiètent des conséquences du niveau élevé de la dette et des déficits publics sur la charge fiscale qu'ils pourraient supporter à l'avenir. Ces craintes soulignent à quel point il est important que les gouvernements de la zone euro prévoient des stratégies crédibles d'assainissement budgétaire, à même de corriger les déficits budgétaires importants qui se sont accumulés pendant la récession.

La croissance de la consommation publique a continué de soutenir l'activité économique en 2010, progressant toutefois plus lentement qu'en 2009. La modération de la consommation publique a résulté d'efforts d'assainissement destinés à limiter la détérioration des soldes budgétaires.

La croissance annuelle de la FBCF s'est redressée pour atteindre une valeur positive au troisième trimestre 2010. Les entreprises ont relancé leurs plans de développement, compte tenu de meilleures perspectives d'activité, d'une amélioration des carnets de commandes et d'un accès plus facile aux financements. Toutefois, la vitesse de la reprise de l'investissement a été plutôt limitée. La croissance de l'investissement dans la construction a été faible, en raison des ajustements sur le marché de l'immobilier résidentiel dans plusieurs pays de la zone euro, faisant suite aux fortes baisses des prix de l'immobilier observées lors de la récession de 2009. L'investissement hors construction est resté faible, cette composante ayant été freinée par les restructurations de bilans en cours et une croissance lente de l'utilisation des capacités de production.

Les stocks ont joué un rôle essentiel dans l'amélioration de la croissance du PIB en volume au premier semestre 2010. Leur contribution à la croissance trimestrielle du PIB aux premier et deuxième trimestres 2010 est estimée à, respectivement, 0,7 et 0,4 point de pourcentage. L'activité observée au premier semestre 2010 reposait sur les décisions des entreprises de ralentir le rythme du déstockage par rapport à 2009, les livraisons étant par conséquent plus rapides le long de la chaîne d'approvisionnement. Les données issues des comptes nationaux

montrent que l'amélioration constatée au niveau des stocks s'est considérablement essouffée au troisième trimestre, période où cette composante de la demande globale a contribué à hauteur de 0,1 point de pourcentage à la croissance du PIB en volume en glissement trimestriel.

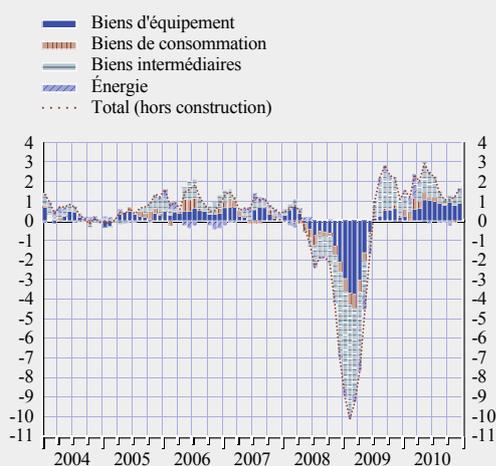
Les exportations de biens et de services de la zone euro ont fortement augmenté, de 11,3 %, sur la période comprise entre le début de l'année et le troisième trimestre 2010 inclus, inversant en grande partie les pertes subies en 2009. Cette hausse a été soutenue par les échanges intra-zone et extra-zone euro et peut s'expliquer par le redressement marqué du niveau de l'activité mondiale, avec l'apaisement des tensions émanant de la crise financière. Étant donné que les importations ont elles aussi fortement progressé, la contribution globale des exportations nettes à la croissance trimestrielle du PIB s'est révélée légèrement négative sur les trois premiers trimestres 2010, des contributions faiblement positives ayant été enregistrées aux deuxième et troisième trimestres. La hausse des importations et des exportations a été relativement généralisée, concernant toutes les principales catégories de produits, les consommations intermédiaires présentant des taux de croissance particulièrement élevés.

REBOND DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE

D'un point de vue sectoriel, la croissance de la production a surtout résulté de l'activité industrielle, la valeur ajoutée dans ce secteur (hors construction) ayant augmenté de 5,2 % sur les trois premiers trimestres de 2010, tandis qu'elle a progressé de 1,7 % pour les services marchands et reculé de 3,1 % pour la construction sur la même période. Le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier s'est

Graphique 32 Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution

(taux de croissance et contributions en points de pourcentage ; données mensuelles cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
 Note : Les données présentées sont des moyennes mobiles sur trois mois rapportées à la moyenne correspondante de la période de trois mois précédente.

La production de biens d'équipement a également fortement augmenté, à la faveur d'une hausse de la demande étrangère et, dans une moindre mesure, de l'amélioration des perspectives économiques intérieures (cf. graphique 32). La production dans le secteur de la construction a continué de se contracter, en raison des corrections sur le marché de l'immobilier observées dans certains pays de la zone euro. Au total, les évolutions défavorables dans la construction résidentielle ont plus que contrebalancé la contribution des projets d'infrastructure présentés par les gouvernements.

STABILISATION DE LA SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Après s'être fortement dégradée en 2009, la situation du marché du travail de la zone euro a commencé à se stabiliser en 2010, le recul de l'emploi s'étant interrompu et la croissance du chômage se ralentissant.

amélioré, ressortant à 76,8 % sur l'ensemble de l'année 2010 (selon les données d'enquête).

La production de biens intermédiaires a connu un rebond particulièrement prononcé en réaction au ralentissement du mouvement de déstockage le long de la chaîne d'approvisionnement.

L'emploi dans la zone euro (mesuré en nombre de personnes employées) est resté stable en moyenne sur les trois premiers trimestres 2010, ce qui constituait une amélioration considérable par rapport au recul de 1,8 % observé en 2009 (cf. tableau 4). Pendant la récession de 2009, beaucoup d'entreprises ont préféré maintenir

Tableau 4 Évolutions du marché du travail

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

	2008	2009	2010	2009 T4	2010 T1	2010 T2	2010 T3	2010 T4
Population active	0,8	0,2	.	0,0	0,1	0,2	0,0	.
Emploi	0,8	-1,8	.	-0,2	0,0	0,1	0,0	.
Agriculture ¹⁾	-1,7	-2,2	.	0,6	0,0	-1,1	-0,2	.
Industrie ²⁾	-0,7	-5,7	.	-1,0	-0,8	-0,3	-0,6	.
– hors construction	-0,0	-5,3	.	-1,2	-0,8	-0,3	-0,4	.
– construction	-2,1	-6,6	.	-0,5	-1,0	-0,2	-1,1	.
Services ³⁾	1,4	-0,5	.	0,0	0,3	0,3	0,2	.
Taux de chômage⁴⁾								
Total	7,5	9,4	10,0	9,9	9,9	10,0	10,0	10,0
Moins de 25 ans	15,5	19,5	20,3	20,1	20,2	20,2	20,1	20,4
25 ans et plus	6,6	8,3	8,8	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

3) Hors organisations et organismes extraterritoriaux

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

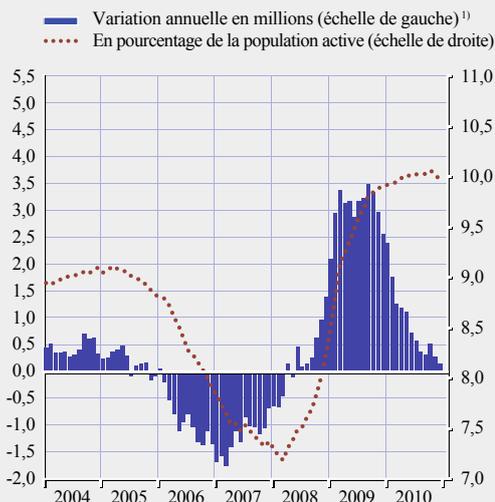
leurs effectifs plutôt que de devoir supporter les coûts liés aux licenciements des salariés (perte de capital humain ou indemnités de licenciement). Une part importante de l'ajustement de l'emploi en 2009 ayant pris la forme de réductions du nombre d'heures travaillées par tête, l'amélioration constatée en 2010 est plus importante en nombre total d'heures travaillées qu'en nombre de personnes employées (cf. l'encadré 7 dans lequel sont comparées les évolutions récentes du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis). La productivité du travail a fortement augmenté (par heure travaillée, et encore plus par tête), contribuant à une hausse de la rentabilité des entreprises dans un contexte de modération salariale.

D'un point de vue sectoriel, les données relatives aux personnes employées jusqu'au troisième trimestre 2010 indiquent que les créations d'emplois ont eu lieu dans certaines activités de services, à savoir l'administration publique et les services marchands liés à la finance et aux entreprises. Elles ont été contrebalancées par des pertes d'emplois dans l'agriculture, l'industrie, et les services marchands à destination du commerce et des transports. Dans l'industrie, le secteur le plus fortement touché a été la construction.

Le taux de chômage est ressorti en moyenne à 10,0 % en 2010, après 9,4 % en 2009, les

Graphique 33 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat

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

hausse mensuelle de cet indicateur s'étant ralenties depuis le deuxième trimestre. Les évolutions du taux de chômage ont été largement comparables dans l'ensemble des pays de la zone euro, bien que dépendant de diverses spécificités nationales. En outre, la hausse mensuelle moyenne du nombre de chômeurs s'est nettement ralentie par rapport à 2009 (cf. graphique 33).

Encadré 7

LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DU MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS : PRINCIPALES DIFFÉRENCES ET PERSPECTIVE HISTORIQUE

La dernière récession, qui a été caractérisée par un ralentissement prononcé de l'activité économique par rapport aux précédents épisodes de ce type, a fortement affecté les marchés du travail des deux côtés de l'Atlantique. Les pertes d'emplois ont concerné plusieurs secteurs de l'économie, certains, comme la construction et les services financiers, étant tout particulièrement touchés, aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis. Le nombre total d'heures travaillées a fortement diminué dans les deux zones économiques, une part importante de cet ajustement se traduisant par des suppressions d'emplois aux États-Unis, alors que dans la zone euro, la diminution de la durée hebdomadaire moyenne de travail des salariés a joué un rôle prépondérant¹.

1 Cf. l'encadré intitulé *Comparaison des évolutions de l'emploi dans la zone euro et aux États-Unis* du *Bulletin mensuel* de juillet 2010

Tandis que le taux d'activité est demeuré plutôt stable dans la zone euro en raison du maintien de sureffectifs, il a enregistré une baisse sensible aux États-Unis, avec la sortie du marché du travail de nombreuses personnes ayant perdu leur travail, en raison du manque d'offres d'emploi.

Le présent encadré retrace les évolutions récentes du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis en comparant l'évolution d'une sélection d'indicateurs durant la récente récession aux précédentes phases de récession depuis le début des années soixante-dix et à la reprise actuelle.

Un ajustement important de l'emploi durant la récession

Durant la récente récession, près de 2,7 millions d'emplois ont été détruits dans la zone euro (cf. graphique), soit une baisse de 0,8 % de l'emploi (2,1 % du nombre total d'heures), comme l'illustre le tableau. Cette évolution s'est accompagnée d'un recul de 3,0 % du PIB en volume², ce qui implique une élasticité de 0,25 environ (ou de 0,7 en nombre d'heures). En d'autres termes, pour chaque baisse de un point de pourcentage de PIB, l'emploi dans la zone euro a chuté de 0,25 point de pourcentage. L'élasticité de l'emploi par rapport au PIB pour la zone euro dans son ensemble masque une très grande hétérogénéité entre les différents pays, l'Espagne et l'Allemagne se situant aux deux extrémités, avec une élasticité respective de 2,2 et 0,1³. Les destructions d'emplois ont persisté dans la zone euro, même lors du début de la reprise économique, jusqu'à fin 2009. L'incidence de la récession sur l'emploi a été nettement plus forte aux États-Unis, où le niveau d'emploi (mesuré par l'emploi civil) a diminué de 5,9 millions environ durant la récession⁴. Le recul de 2,8 % de l'emploi aux États-Unis (4,2 % en nombre total d'heures) a été conjugué à une baisse de 2,7 % du PIB, ce qui s'est traduit par une élasticité de l'emploi par rapport aux variations de la production égale à 1 (1,5 en nombre d'heures).

Par rapport aux précédents épisodes de récession observés depuis le début des années soixante-dix, l'élasticité de l'emploi à la production a été globalement conforme aux évolutions constatées par le passé aux États-Unis, mais nettement inférieure dans la zone euro. En nombre d'heures travaillées, elle est globalement comparable à celle observée durant les précédentes récessions aux États-Unis et, dans une moindre mesure, dans la zone euro. L'évolution de l'emploi dans la zone euro durant la récession traduit en partie le recours très important aux dispositifs de chômage partiel mis en place dans plusieurs pays de la zone pour tenter de sauvegarder l'emploi de manière directe.

Évolutions de l'emploi dans la zone euro et aux États-Unis

(en millions de personnes)



Sources : Eurostat, Bureau de statistiques sur l'emploi et calculs de la BCE

2 Sauf indication contraire, les chiffres sont calculés comme la moyenne des taux de croissance trimestriels/mensuels (annualisés)

3 Pour de plus amples détails concernant l'hétérogénéité entre les différents pays de la zone euro, cf. l'article intitulé *Les ajustements du marché du travail à la récession dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juillet 2010

4 Le chiffre correspondant observé entre le point haut et le point bas du cycle (c'est-à-dire entre le dernier trimestre 2007 et le dernier trimestre 2009) avoisine les 8 millions.

L'incidence de la récente récession sur le marché du travail ne se limite pas, cependant, au recul de l'emploi. Le taux de chômage de la zone euro est passé de 7,2 % au premier trimestre 2008 à 9,3 % à la fin de la récession au deuxième trimestre 2009, son niveau le plus élevé depuis le troisième trimestre 1998. Il a enregistré une hausse encore plus prononcée aux États-Unis, de 5 points de pourcentage environ entre le point haut et le point bas du cycle, atteignant 9,5 % au deuxième trimestre 2009. En outre, si le taux d'activité a été relativement stable dans la zone euro au regard des évolutions passées, aux États-Unis il a diminué de manière beaucoup plus significative qu'au cours des précédentes récessions, laissant à penser que le taux de chômage pourrait sous-estimer l'ampleur des réserves de main-d'œuvre existant sur le marché du travail. En outre, la hausse soutenue du chômage s'est traduite par une augmentation de la part des chômeurs privés d'emploi depuis plus de six mois dans le chômage total, qui a atteint des niveaux exceptionnellement élevés au regard des évolutions constatées jusqu'alors aux États-Unis, soit 30 % environ du nombre total de chômeurs. La part du chômage de longue durée est historiquement beaucoup plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis, demeurant toutefois globalement inchangée, à presque 59 %, au cours de la récente récession. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de 4,4 % dans la zone euro au cours de la récente récession (les coûts de main-d'œuvre ayant moins diminué que la valeur ajoutée, en raison du maintien de sureffectifs), soit un rythme beaucoup plus soutenu que celui de 1,7 % constaté aux États-Unis, où la réduction des effectifs a entraîné une hausse de la productivité et où la progression des coûts de main-d'œuvre s'est nettement ralentie⁵.

Une progression modeste de l'emploi au début de la reprise économique

Bien qu'il soit trop tôt pour pouvoir juger de la situation sur le marché du travail dans le contexte de la reprise économique actuelle, il est néanmoins intéressant de relever certaines caractéristiques des ajustements en cours. Comme prévu, compte tenu du retard que les évolutions du marché du travail affichent traditionnellement par rapport à une hausse de l'activité économique, la détérioration du marché du travail dans la zone euro s'est poursuivie, dans une certaine mesure, au cours de la reprise actuelle. L'emploi a diminué de 3,7 millions entre le deuxième trimestre 2008 et la fin 2009. Selon les données tirées de l'enquête européenne sur les forces de travail, le chômage est revenu à 9,8 % de la population active dans la zone euro au troisième trimestre 2010, soit un niveau légèrement inférieur au pic observé au premier trimestre de l'année. D'autres signes d'amélioration se manifestent dans la zone euro, comme la croissance positive du nombre d'heures travaillées ainsi que l'inversion de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre. Aux États-Unis, la situation sur le marché du travail a commencé à s'améliorer début 2010 (six mois après le début de la reprise), avec une progression modeste de l'emploi et un léger fléchissement du taux de chômage.

L'amélioration de la situation sur le marché du travail se manifeste également dans l'évolution du nombre total d'heures travaillées, aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis (cf. tableau). Aux États-Unis, le taux de chômage n'a commencé à diminuer qu'au premier trimestre 2010, et est demeurée globalement stable depuis lors. Dans la zone euro, en revanche, il a continué à augmenter, à un rythme moins soutenu cependant au cours des derniers trimestres, signe de la lenteur de l'amélioration sur le marché du travail, la création d'emplois étant actuellement insuffisante pour réduire le nombre de chômeurs. Par ailleurs, la persistance d'un faible taux d'activité est également le signe d'une reprise atone sur le marché du travail. Cela est

⁵ Pour une comparaison détaillée des évolutions salariales dans la zone euro et aux États-Unis, cf. l'encadré intitulé *L'évolution des salaires dans la zone euro et aux États-Unis au cours de la récente récession : une analyse comparative* du Bulletin mensuel de mai 2010

Indicateurs du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis

(variations en pourcentage ; en points de pourcentage)

	Expansion actuelle		Dernière récession		Précédentes récessions	
	Zone euro	États-Unis	Zone euro	États-Unis	Zone euro	États-Unis
Population âgée de plus de 16 ans	0,4	0,9	0,4	0,9	0,7	1,1
Taux d'activité (en pourcentage)	56,1	64,3	56,4	65,7	53,4	64,4
Variation du taux d'activité	-0,2	-0,9	0,0	-0,2	-0,3	-0,1
Taux de chômage (en pourcentage)	9,8	9,4	9,3	9,5	9,5	7,9
Variation du taux chômage	0,3	-0,1	1,3	3,0	0,0	2,4
Chômage d'une durée supérieure à six mois (en pourcentage du total)	65,0	44,5	58,6	29,8	-	12,9
Variation du chômage d'une durée supérieure à six mois	6,3	9,8	-4,0	6,8	-	2,6
Emploi	-0,5	-0,3	-0,8	-2,8	-0,6	-1,2
Nombre total d'heures travaillées	-0,5	0,3	-2,1	-4,2	0,9	-1,9
Ratio emploi/population (en pourcentage)	50,6	58,3	51,1	59,4	48,3	59,4
Variation du ratio emploi/population	-0,4	-0,7	-0,7	-2,2	-0,7	-1,6
Coûts unitaires de main-d'œuvre	-0,6	-0,9	4,4	1,7	10,8	6,3
Pour mémoire :						
PIB en volume	1,8	3,0	-3,0	-2,7	-0,6	-1,2
Durée moyenne (en trimestres)	4,0	5,0	5,0	6,0	8,0	4,0

Sources : Eurostat, OCDE, Commission européenne, Bureau de statistiques sur l'emploi et calculs de la BCE

Notes : Les dates des cycles proviennent du *National Bureau of Economic Research* et du *Centre for Economic and Policy Research*. Les données relatives à l'expansion actuelle vont jusqu'au T3 2010 pour la zone euro et jusqu'au T4 2010 pour les États-Unis. Aux États-Unis, la population à laquelle il est fait référence est celle âgée de plus de 15 ans. Sauf indication contraire, les chiffres sont calculés comme une moyenne des taux de croissance (annualisés) trimestriels et mensuels. Les taux d'activité et d'emploi sont calculés pour la population âgée de plus de 16 ans et de plus de 15 ans, respectivement. Les niveaux d'activité, d'emploi et de chômage sont mesurés au dernier trimestre de la reprise et de la récession plutôt que comme une moyenne, comme dans le cas des variations et des taux de croissance. Les coûts unitaires de main-d'œuvre aux États-Unis se rapportent au secteur marchand.

particulièrement vrai dans le cas des États-Unis, en dépit des signes de stabilisation observés ces tout derniers mois. Dans le même temps, la part des chômeurs privés d'emploi depuis plus de six mois dans le nombre total de chômeurs a continué d'augmenter, atteignant des niveaux historiquement élevés, aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis (soit 65 % et près de 45 %, respectivement – cf. tableau). Dans les deux cas, si cette hausse est considérée comme étant essentiellement de nature conjoncturelle, elle implique néanmoins une détérioration du capital humain, susceptible d'accroître le chômage structurel.

En résumé, on constate des différences entre les évolutions du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis. Premièrement, bien que le recul de l'activité ait été plus marqué dans la zone euro qu'aux États-Unis, l'ajustement du marché du travail a été plus prononcé aux États-Unis. S'agissant du facteur travail en particulier, l'ajustement, dans la zone euro, a porté davantage sur le nombre d'heures travaillées par tête que sur le nombre de personnes employées, en partie sous l'effet du recours très important aux dispositifs de chômage partiel, tandis qu'aux États-Unis, il s'est opéré essentiellement, en termes relatifs, par une modification du nombre de personnes employées. Deuxièmement, compte tenu de l'ampleur de la baisse de la production, l'ajustement dans la zone euro peut être considéré comme étant moins prononcé que celui observé au cours des précédentes récessions, notamment du point de vue des pertes d'emplois. Aux États-Unis, en revanche, le marché du travail a enregistré une diminution beaucoup plus importante du taux d'activité ainsi qu'une hausse sensible de la durée du chômage, les pertes d'emploi demeurant, quant à elles, globalement conformes à celles observées au cours des précédentes récessions, une fois prise en compte l'ampleur du recul de l'activité. En dépit d'une détérioration moins prononcée du marché du travail, la proportion de chômeurs privés d'emploi depuis plus de six mois atteint actuellement des niveaux exceptionnellement élevés dans la

zone euro, ce qui nécessite une réponse de politique économique efficace. Faute de résoudre ce problème rapidement en mettant en œuvre des politiques actives du marché du travail et des mesures favorisant la formation professionnelle tout au long de la vie, le risque d'érosion du capital humain lié aux longues périodes de chômage pourrait aggraver le chômage structurel. Il serait alors d'autant plus difficile de ramener le chômage aux niveaux enregistrés avant la récession, au fur et à mesure que la reprise économique s'installe.

2.5 LES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

STABILISATION DU DÉFICIT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DE LA ZONE EURO EN 2010

Le choc de la récente crise financière et économique a entraîné de fortes hausses des ratios de déficit et de dette publics et, en 2010, les intervenants des marchés financiers ont mis en doute la soutenabilité des finances publiques de certains pays de la zone euro. En réponse au développement de la crise de la dette souveraine et à ses retombées négatives, les pays les plus touchés ont mis en œuvre des mesures d'assainissement et des réformes structurelles supplémentaires pour restaurer leur crédibilité. La crise a montré qu'assurer la solidité des finances publiques est une condition indispensable à la stabilité macroéconomique et financière globale.

Après deux ans de forte détérioration des situations budgétaires, le déficit agrégé des administrations publiques de la zone euro s'est stabilisé en 2010, malgré une forte disparité des niveaux de déficit d'un pays à l'autre. Selon les prévisions économiques d'automne de la Commission européenne, publiées le 29 novembre 2010, le ratio de déficit moyen des administrations publiques de la zone euro pour 2010 est resté stable par rapport à 2009, à 6,3 % du PIB (cf. tableau 5). La stabilisation du déficit budgétaire s'explique en partie par un rebond de la croissance des recettes de l'État dans un contexte de stabilisation de la situation macroéconomique, après le net recul des recettes en 2009. Dans le même temps, la croissance des dépenses publiques s'est ralentie, la suppression progressive des mesures de relance budgétaire mises en œuvre depuis fin 2008 et les nouvelles mesures d'assainissement budgétaire ayant compensé la croissance toujours relativement forte des prestations sociales, des transferts en

capital et des paiements d'intérêts. La maîtrise des dépenses a été particulièrement prononcée pour l'investissement public et la rémunération des fonctionnaires, avec des suppressions de postes dans la fonction publique ainsi que des gels, voire des réductions de salaires, dans plusieurs pays. En termes de ratios rapportés au PIB, les recettes et les dépenses totales des administrations publiques ont été globalement stables par rapport à 2009, à 44,4 % et 50,8 % respectivement.

Pour la plupart des pays, les prévisions d'automne 2010 de la Commission sont plus favorables que les estimations présentées dans les programmes de stabilité actualisés qui ont été soumis entre décembre 2009 et mars 2010. Ces programmes font état d'un déficit légèrement supérieur pour l'ensemble de la zone euro, qui s'élèverait à 6,6 % du PIB en 2010, au lieu de 6,3 % selon la Commission (cf. tableau 5). Dans de nombreux cas, les prévisions plus favorables de la Commission reflètent une croissance économique plus soutenue que prévu ayant entraîné une hausse des recettes fiscales, alors que dans le cas du Portugal, le fait que le nouvel objectif des autorités ait été atteint résulte principalement d'une importante mesure exceptionnelle, le transfert d'actifs du fonds de pension de *Portugal Telecom* vers le régime de retraite de la fonction publique.

Toutefois, pour certains pays, les prévisions de déficit de la Commission sont nettement supérieures à celles des programmes de stabilité ou des objectifs actualisés présentés par les gouvernements. Tel est le cas pour la Slovaquie, en raison de recettes plus faibles que prévu, mais aussi pour la Grèce et l'Irlande, pays qui ont affiché des déséquilibres budgétaires particulièrement importants en 2010.

Tableau 5 Situation budgétaire dans la zone euro et les pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

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

	Prévisions de la Commission européenne			Programme de stabilité
	2008	2009	2010	2010
Belgique	-1,3	-6,0	-4,8	-4,8
Allemagne	0,1	-3,0	-3,7	-5,5
Irlande	-7,3	-14,4	-32,3	-11,6
Grèce	-9,4	-15,4	-9,6	-8,0 ¹⁾
Espagne	-4,2	-11,1	-9,3	-9,3 ²⁾
France	-3,3	-7,5	-7,7	-8,2
Italie	-2,7	-5,3	-5,0	-5,0
Chypre	0,9	-6,0	-5,9	-6,0
Luxembourg	3,0	-0,7	-1,8	-3,9
Malte	-4,8	-3,8	-4,2	-3,9
Pays-Bas	0,6	-5,4	-5,8	-6,1
Autriche	-0,5	-3,5	-4,3	-4,7
Portugal	-2,9	-9,3	-7,3	-7,3 ²⁾
Slovénie	-1,8	-5,8	-5,8	-5,7
Slovaquie	-2,1	-7,9	-8,2	-5,5
Finlande	4,2	-2,5	-3,1	-3,6
Zone euro	-2,0	-6,3	-6,3	-6,6

Dettes brutes des administrations publiques

	Prévisions de la Commission européenne			Programme de stabilité
	2008	2009	2010	2010
Belgique	89,6	96,2	98,6	100,6
Allemagne	66,3	73,4	75,7	76,5
Irlande	44,3	65,5	97,4	77,9
Grèce	110,3	126,8	140,2	143,0 ¹⁾
Espagne	39,8	53,2	64,4	65,9
France	67,5	78,1	83,0	83,2
Italie	106,3	116,0	118,9	116,9
Chypre	48,3	58,0	62,2	61,0
Luxembourg	13,6	14,5	18,2	18,3
Malte	63,1	68,6	70,4	68,6
Pays-Bas	58,2	60,8	64,8	67,2
Autriche	62,5	67,5	70,4	70,2
Portugal	65,3	76,1	82,8	83,5 ³⁾
Slovénie	22,5	35,4	40,7	39,6
Slovaquie	27,8	35,4	42,1	40,8
Finlande	34,1	43,8	49,0	48,3
Zone euro	69,8	79,2	84,2	84,3

Sources : Prévisions économiques de l'automne 2010 de la Commission européenne, programmes de stabilité actualisés 2009-2010 et calculs de la BCE

Note : Les données sont basées sur les définitions du SEC 95.

1) Objectif fixé dans le programme conjoint FMI/UE pour la Grèce

2) Nouvel objectif fixé par le gouvernement pour l'Espagne et le Portugal

3) Conformément au *Steering Report on the Budgetary Policy* (juillet 2010)

En Grèce, la crédibilité des autorités a été fortement compromise par la persistance des déficits publics et d'un endettement élevé, la communication de données budgétaires inexactes jusqu'en 2009, ainsi que le report de réformes économiques et sociales dont la nécessité se faisait impérieusement sentir. Confrontée à une augmentation croissante du coût de l'emprunt, la Grèce a connu de graves

difficultés de financement et, fin avril, les autorités grecques ont dû demander le soutien financier des pays de la zone euro et du FMI. L'octroi de ce soutien a été assorti d'une forte conditionnalité, dans le cadre d'un ambitieux programme de réformes économiques, financières, budgétaires et de gouvernance publique. Après un début prometteur, comportant un ajustement budgétaire important et des réformes du régime

des retraites et du marché du travail, la mise en œuvre du programme a rencontré des difficultés au second semestre et plusieurs réformes structurelles ont pris du retard. En particulier, compte tenu de l'acquis de croissance lié à la révision statistique en hausse du déficit public de 2009 ainsi que de l'insuffisance de recettes et de l'accumulation d'arriérés des fonds de sécurité sociale, le déficit public au sens du SEC 95 serait probablement supérieur à l'objectif retenu pour 2010. Pour 2011, les autorités ont adopté des mesures d'assainissement supplémentaires visant à regagner l'ensemble du terrain perdu en 2010 et, en tant que tel, ce programme semble globalement en bonne voie. Toutefois, il reste encore à définir, pour les années à venir, des mesures supplémentaires à hauteur d'environ 6 % du PIB pour atteindre l'objectif de ramener le déficit public en deçà de 3 % du PIB en 2014. De plus, il convient de poursuivre d'ambitieux efforts en matière de réformes structurelles.

En Irlande, les vastes efforts d'assainissement adoptés par le gouvernement n'ont pu stopper la détérioration de la situation budgétaire, qui reflète la conjonction d'une situation budgétaire

sous-jacente fragile, de graves problèmes structurels dans le secteur bancaire et d'une forte exposition des finances publiques au secteur financier. Le creusement très prononcé du déficit a en partie résulté d'un important recul des recettes fiscales lié à une nette détérioration de la situation conjoncturelle, à une baisse importante de la demande intérieure et à une inversion des recettes fiscales immobilières exceptionnelles à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière. De plus, l'aide exceptionnelle de l'État au secteur bancaire a porté le déficit public à un niveau supérieur à 30 % du PIB. Face à la baisse de confiance des marchés, le gouvernement irlandais a dû, en novembre, solliciter l'aide financière de l'UE et du FMI, qui est assortie d'une forte conditionnalité en matière de politiques suivies. Le programme d'ajustement conjoint UE-FMI repose sur un programme d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles sur quatre ans, qui comprend une restructuration en profondeur du secteur bancaire. Son objectif est de ramener le déficit public en deçà de 3 % du PIB en 2015 et de rétablir la confiance dans la soutenabilité des finances publiques en Irlande.

Tableau 6 Procédures de déficit excessif dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	Solde budgétaire 2010	Début	Échéance	Ajustement structurel moyen recommandé par année
Belgique	-4,8	2010	2012	0,75
Allemagne	-3,7	2011	2013	≥ 0,5
Irlande	-32,3	2010	2015 ¹⁾	2
Grèce	-9,6	2010	2014	≥ 10 globalement sur la période 2009-2014
Espagne	-9,3	2010	2013	>1,5
France	-7,7	2010	2013	>1
Italie	-5,0	2010	2012	≥ 0,5
Chypre	-5,9	2010	2012	1,5
Luxembourg	-1,8	-	-	-
Malte	-4,2	2010	2011	0,75
Pays-Bas	-5,8	2011	2013	0,75
Autriche	-4,3	2011	2013	0,75
Portugal	-7,3	2010	2013	1,25
Slovénie	-5,8	2010	2013	0,75
Slovaquie	-8,2	2010	2013	1
Finlande	-3,1	2010	2011	0,5

Sources : Prévisions économiques de l'automne 2010 de la Commission européenne (colonne 1) et recommandations du Conseil Ecofin (colonnes 2, 3 et 4)

1) Le 7 décembre 2010, le Conseil Ecofin a repoussé d'un an, à 2015, le délai pour corriger le déficit dans le cadre de la procédure de déficit excessif concernant l'Irlande.

Enfin, presque tous les pays de la zone euro ont enregistré un déficit supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB en 2010. À fin 2010, quinze pays de la zone euro étaient soumis à une procédure de déficit excessif et les échéances qui leur étaient fixées pour ramener leurs ratios de déficit à un niveau inférieur à la valeur de référence de 3 % du PIB allaient de 2011 à 2015 (cf. tableau 6).

Le ratio de dette publique de la zone a encore affiché une nette augmentation en 2010, à un rythme toutefois plus lent qu'en 2009. Selon les prévisions d'automne 2010 de la Commission européenne, le ratio moyen de dette publique rapportée au PIB dans la zone euro est passé de 79,2 % en 2009 à 84,2 % en 2010, par suite principalement de déficits élevés et, dans une moindre mesure, du soutien fourni au secteur financier et à la Grèce. Contrairement aux années précédentes, en 2010, la hausse du ratio de dette a été moindre que celle induite par le niveau de déficit. En effet, les ajustements stocks-flux, qui, bien que moins élevés, continuent d'accroître le niveau de la dette, ont été plus que compensés par l'incidence de la croissance du PIB nominal sur le dénominateur. Cela étant, les ratios de dette étaient supérieurs à la valeur de référence de 60 % du PIB à fin 2010 dans douze des seize pays de la zone euro, et nettement supérieurs à 100 % du PIB en Grèce et en Italie.

Malgré l'amélioration des perspectives par rapport aux anticipations précédentes pour un certain nombre de pays, la situation budgétaire de la zone euro demeure précaire, ce qui a contribué au renforcement des tensions sur les marchés des emprunts publics. Les inquiétudes des marchés financiers, reflétées par les rendements des emprunts publics, se sont encore intensifiées en 2010 et début 2011 dans le cas de certains pays qui enregistraient des évolutions budgétaires particulièrement défavorables (cf. la section 2.2 du chapitre 1 pour une analyse des évolutions du marché des emprunts publics).

Il est particulièrement difficile d'établir une distinction entre les facteurs conjoncturels et structurels qui sous-tendent les évolutions

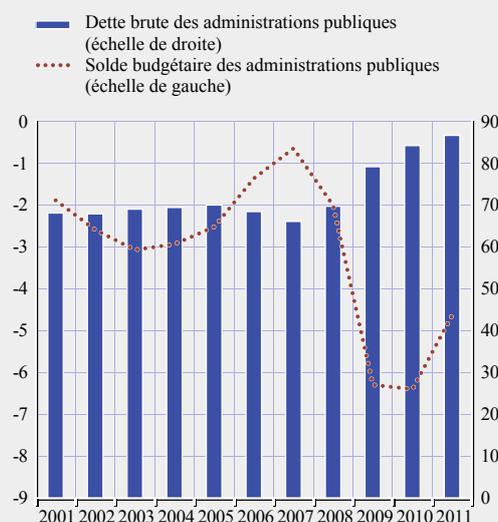
budgétaires, en raison de l'incertitude qui entoure l'identification de la croissance tendancielle et de l'écart de production en temps réel. Malgré cette incertitude, selon la Commission européenne, la composante conjoncturelle du déficit s'est améliorée en 2010 pour la première fois depuis 2007. L'orientation de la politique budgétaire pour la zone euro, en termes de variations du solde budgétaire primaire ajusté du cycle (corrigé des mesures exceptionnelles de recapitalisation bancaire en Irlande) est considérée comme ayant été globalement neutre en 2010, ce qui marque le début d'un revirement de la politique expansionniste de 2008-2009 vers le resserrement attendu en 2011.

L'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE PRÉVU EN 2011

En 2011, la situation budgétaire devrait s'améliorer légèrement dans la zone euro, bien que l'on s'attende à voir persister un déficit élevé. Selon les prévisions d'automne 2010 de la Commission européenne, le ratio de déficit moyen des administrations publiques de la zone devrait fléchir de 1,8 point de pourcentage pour s'inscrire à 4,6 % du PIB (cf. graphique 34).

Graphique 34 Évolutions budgétaires dans la zone euro

(2001-2011 ; en pourcentage du PIB)



Source : Prévisions économiques de l'automne 2010 de la Commission européenne

Note : Les chiffres des soldes budgétaires excluent les produits des cessions de licences UMTS.

Le ratio moyen de recettes devrait augmenter de 0,4 point de pourcentage, tandis que celui des dépenses primaires baisserait de 1,5 point de pourcentage, principalement sous l'effet des mesures d'assainissement, et que celui des dépenses d'intérêts progresserait de 0,1 point de pourcentage. L'amélioration globale de la situation budgétaire de la zone euro résulterait principalement d'un durcissement de l'orientation budgétaire, tandis que l'incidence du cycle économique devrait être favorable, mais de faible ampleur. En dépit de l'amélioration attendue de la situation budgétaire agrégée, rares sont les pays de la zone euro, notamment l'Allemagne, le Luxembourg, Malte et la Finlande, qui devraient présenter des déficits publics inférieurs ou égaux à la valeur de référence de 3 % du PIB en 2011. Le ratio moyen de dette publique dans la zone euro devrait continuer d'augmenter en 2011, de 2,4 points de pourcentage, pour atteindre 86,5 % du PIB, les ratios de dette dépassant 100 % du PIB dans trois pays, à savoir la Belgique, la Grèce et l'Italie. En Irlande, les mesures d'assainissement qui ont été adoptées après la date d'arrêt des prévisions de la Commission devraient maintenir le ratio de dette à un niveau inférieur à 100 % du PIB en 2011.

L'ENGAGEMENT EN FAVEUR DE L'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE EST ESSENTIEL

En raison de la situation budgétaire encore précaire d'un certain nombre de pays, l'engagement en faveur de l'assainissement

des finances publiques doit être maintenu. L'assainissement budgétaire prévu dans les budgets de 2011 constitue un premier pas dans la bonne direction. Toutefois, l'ampleur des défis budgétaires actuels exige des efforts d'assainissement pluriannuels ambitieux dans la plupart des pays. Notamment en raison de la forte augmentation des ratios de dépenses pendant la crise, il convient, dans de nombreux pays, de s'attacher tout particulièrement à la réduction des dépenses structurelles, en opérant entre autres un réexamen systématique du périmètre des dépenses publiques et de la qualité des finances publiques. Cela s'avère particulièrement nécessaire dans le contexte des graves déséquilibres budgétaires actuels : le niveau élevé des ratios de dette souveraine et les perspectives de ralentissement de la croissance tendancielle amplifient les risques budgétaires découlant d'une éventuelle poursuite des restructurations bancaires et des coûts anticipés du vieillissement de la population liés aux régimes de retraite par répartition et aux systèmes de santé. Une stratégie de réforme crédible et globale permet aussi de maintenir la confiance du marché, ce qui pourrait être particulièrement important dans les pays présentant une situation budgétaire fragile. En outre, cette stratégie est susceptible d'entraîner des effets bénéfiques sur les conditions de financement à long terme, qui compenseront les coûts à court terme induits par une croissance économique plus faible (cf. encadré 8).

Encadré 8

COÛTS ET AVANTAGES MACROÉCONOMIQUES ASSOCIÉS À L'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE

Les ratios de déficit public et de dette publique rapportés au PIB ont augmenté fortement durant la crise économique et financière. Pour partie, cette hausse résulte de la réponse conjoncturelle automatique des recettes et des dépenses publiques aux évolutions macroéconomiques et à d'autres facteurs transitoires, comme les mesures temporaires de relance budgétaire ou les transferts publics destinés à recapitaliser le secteur bancaire. Cependant, la crise a entraîné une importante révision à la baisse de la plupart des estimations de la production potentielle, ainsi que certaines pertes de recettes fiscales (liées aux opérations immobilières, par exemple), évolution

qui pourrait être considérée comme permanente. Pour cette raison, la majeure partie des déficits publics accumulés durant la crise devraient être considérés comme structurels. Cela signifie qu'il sera nécessaire de procéder à un important assainissement budgétaire dans les prochaines années afin de doter les finances publiques d'une assise durablement viable.

Il est largement admis que l'assainissement budgétaire est bénéfique pour la croissance économique à long terme. La réduction du besoin de financement de l'État entraîne une diminution des taux d'intérêt à long terme, améliorant ainsi les conditions de financement du secteur privé et stimulant l'investissement productif. La réduction du niveau de l'endettement et des charges d'intérêts qui y sont liées libère des ressources pour l'État, lui permettant de réduire une fiscalité source de distorsions et de financer des dépenses plus productives. De plus, avec des situations budgétaires saines, les ménages et les entreprises peuvent avoir confiance en la capacité des autorités publiques de contribuer à atténuer les fluctuations économiques *via* le jeu des stabilisateurs automatiques. Les études empiriques réalisées dans un large éventail de pays industrialisés et portant sur une grande diversité de périodes fournissent des indices des effets inhibiteurs, sur la croissance, d'une dette publique élevée¹.

Toutefois, l'assainissement budgétaire est généralement caractérisé par un effet modérateur sur la croissance économique à court terme. Les réductions de la consommation et de l'investissement publics allègent directement la dépense globale, tandis que les hausses d'impôts et les baisses des transferts des administrations publiques réduisent le revenu disponible des ménages et des entreprises. La plupart des données empiriques font état de multiplicateurs fiscal et des dépenses publiques positifs à court et moyen termes, mais en baisse sur la durée. C'est ce qui ressort également des modèles économiques structurels standard utilisés pour analyser l'économie et établir des prévisions économiques à court et moyen termes². Toutefois, dans certaines circonstances, en particulier lorsque le resserrement budgétaire implique un passage d'une situation budgétaire (presque) insoutenable à une situation (plus) soutenable, il est possible que les effets « keynésiens » traditionnels à court terme de l'assainissement budgétaire soient nettement atténués, voire inversés. L'argument théorique en faveur d'effets « non keynésiens » à court terme repose sur l'idée que les coupes budgétaires ou les relèvements d'impôts peuvent susciter une augmentation compensatrice immédiate de la consommation et de l'investissement privés s'ils laissent augurer une réduction de la fiscalité, et donc un revenu disponible plus élevé, à l'avenir. Cette idée est étroitement liée à la théorie de l'« équivalence ricardienne », selon laquelle un secteur privé rationnel devrait internaliser la contrainte budgétaire de l'État.

Même s'il est malaisé de dissocier l'incidence de la politique budgétaire sur l'économie de celle des autres facteurs, il n'existe guère de données empiriques suggérant que les effets non keynésiens sont prééminents en période économique normale. Certains éléments laissent toutefois penser que les éventuels effets négatifs à court terme de l'assainissement budgétaire sur la croissance économique sont probablement beaucoup plus atténués si : (a) la position budgétaire de départ est particulièrement précaire (suscitant l'inquiétude des marchés financiers et des primes de risque élevées), (b) le secteur privé n'est pas confronté à des contraintes de crédit (c'est-à-dire que les

1 La corrélation entre dette élevée et croissance faible a été établie sur très longue durée par C. M. Reinhart et K. S. Rogoff, *Growth in a time of debt*, document de travail du NBER n° 15639, 2010. Pour la zone euro, des données économétriques sont présentées par C. Checherita et P. Rother, *The impact of high and growing debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area*, document de travail de la BCE n° 1237, 2010.

2 Cf. l'article intitulé *L'efficacité des politiques budgétaires dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juillet 2010

ménages et les entreprises sont à même de lisser leur consommation et leur épargne dans le temps) et (c) une incidence favorable de l'assainissement budgétaire sur l'inflation, et les anticipations d'inflation, autorisent une politique monétaire (et de change) plus accommodante.

Cependant, des travaux empiriques s'appuyant sur des échantillons de données recouvrant des périodes plus favorables ne peuvent constituer une référence utile pour analyser l'incidence d'un assainissement budgétaire à la suite d'une crise de la dette souveraine³. Une perte de confiance dans les finances publiques affecterait les détenteurs de titres de dette publique, comme les banques, les fonds de pension et les investisseurs individuels, compromettant ainsi la stabilité financière et les perspectives de l'économie réelle. Dans ces circonstances, il est tout simplement inenvisageable de ne pas annoncer et entamer un ajustement budgétaire significatif. L'approche contrefactuelle de l'inaction en période de graves tensions budgétaires n'est pas une option viable, car les tensions sur les marchés financiers s'intensifieraient, produisant selon toute probabilité un bien plus mauvais résultat en termes de croissance que celui qui découlerait de l'assainissement budgétaire. En effet, retarder l'inévitable assainissement budgétaire ne peut qu'amplifier les difficultés, contraignant éventuellement à donner un tour de vis brutal à un moment inopportun dans un contexte où les occasions de créer l'espace budgétaire nécessaire auront disparu⁴.

3 Pour plus de précisions, cf. P. Rother, L. Schuknecht et J. Stark, *The benefits of fiscal consolidation in uncharted waters*, études de la BCE concernant des sujets spécifiques, n° 121, 2010

4 Le concept d'espace budgétaire, et ses implications pour la viabilité de la dette et/ou le déclenchement d'une crise, est décrit par Ostry et al, *Fiscal Space*, Note de position des services du FMI n° 2010/11, septembre 2010

Les dispositions du Traité et du Pacte de stabilité et de croissance en matière de politique budgétaire sont essentielles pour guider les décideurs politiques et étayer la confiance du public et des marchés financiers dans les politiques budgétaires au sein de l'UEM. Les gouvernements doivent respecter strictement les délais et les objectifs fixés dans les recommandations du Conseil Ecofin, mettre en œuvre l'intégralité des mesures prévues et être prêts à prendre, le cas échéant, des mesures supplémentaires pour atteindre les objectifs. À cet égard, les mesures qui ont été annoncées mais ne sont pas encore suffisamment précises devraient être présentées plus en détail. En outre, les pays dont l'environnement macroéconomique s'améliore doivent utiliser cette possibilité de corriger les déficits excessifs avant l'échéance fixée. Par la suite, ils devraient s'efforcer de progresser rapidement vers leurs objectifs budgétaires de moyen terme, afin de créer une marge de manœuvre suffisante en matière budgétaire pour pouvoir relever les défis identifiés et de se trouver en bonne position pour faire face à une détérioration imprévue des finances publiques.

Un engagement politique fort en faveur de l'amélioration de la soutenabilité des finances publiques, s'accompagnant de réformes structurelles permettant de remédier aux déséquilibres macroéconomiques et aux faiblesses dans le secteur bancaire, est essentiel, notamment parce qu'il fournit un point d'ancrage pour les anticipations. Dans le contexte actuel de regain de tensions sur les marchés de la dette souveraine dans la zone euro, et compte tenu du risque d'effets de contagion, il est primordial que tous les pays atteignent et maintiennent une position budgétaire solide afin d'éviter de faire peser des risques supplémentaires sur les conditions de financement.

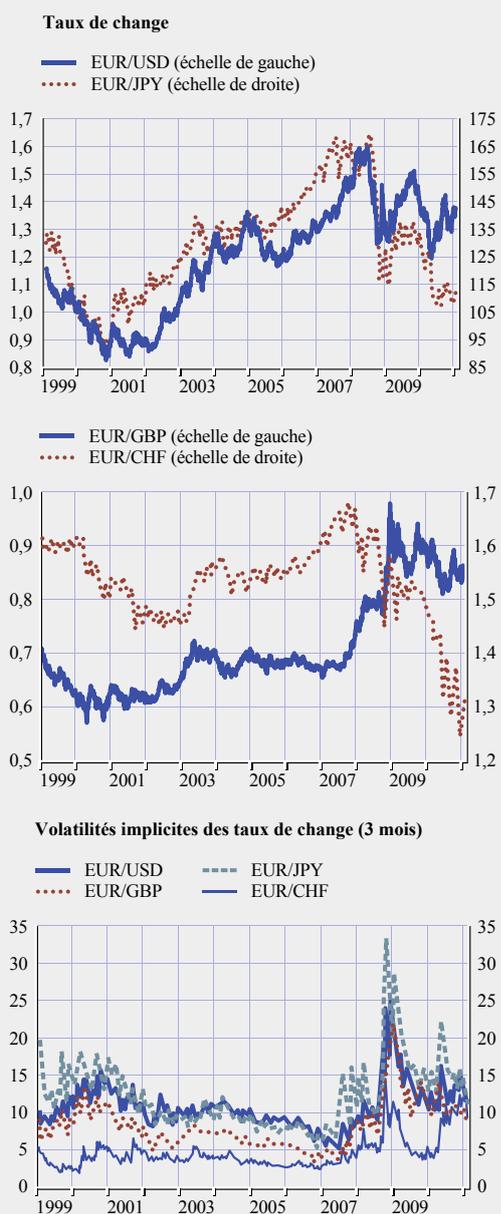
2.6 LES ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE ET DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

BAISSE DU TAUX DE CHANGE EFFECTIF DE L'EURO AU COURS DE L'ANNÉE

Les évolutions des taux de change en 2010 ont été largement déterminées par la reprise économique, la situation budgétaire et la politique monétaire à l'échelle internationale.

Graphique 35 Évolutions des taux de change et de leurs volatilités implicites

(données quotidiennes)



Sources : Bloomberg et BCE
 Note : La dernière observation se rapporte au 25 février 2011.

Dans beaucoup d'économies avancées, les évolutions ont été quelque peu volatiles, la reprise économique demeurant fragile et tributaire du soutien des politiques budgétaires et monétaires. Au premier semestre de l'année, l'euro s'est

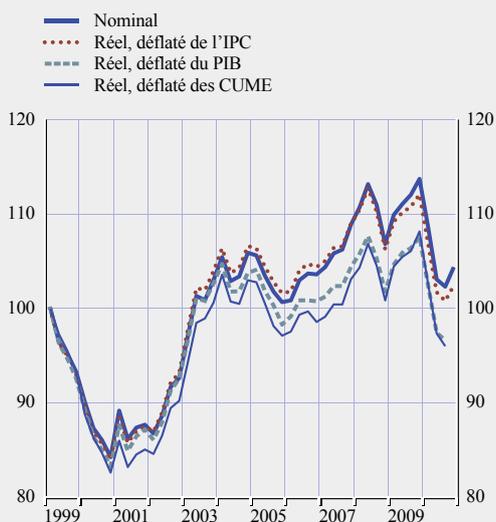
déprécié vis-à-vis de plusieurs grandes devises (cf. graphique 35), en raison des préoccupations croissantes concernant la situation de la dette souveraine dans certains pays de la zone euro. Cette incertitude a également entraîné une augmentation de la volatilité implicite du taux de change de l'euro vis-à-vis des principales devises en mai et en juin (cf. graphique 35). Au cours du second semestre 2010, l'euro a rebondi, dans un contexte de relative volatilité, en raison pour l'essentiel de l'atténuation des inquiétudes concernant la dette souveraine et de données macroéconomiques plus favorables que prévu dans la zone euro. Ce mouvement global d'appréciation résulte principalement des évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar. En 2010, l'euro s'est déprécié de 8,2 % en termes effectifs vis-à-vis des devises de vingt partenaires commerciaux importants de la zone euro (cf. graphique 36). Par conséquent, en 2010, le taux de change effectif nominal de l'euro était en moyenne inférieur de 6,3 % à son niveau de 2009. En 2010, l'euro s'est établi à un niveau supérieur de 5,5 % à sa moyenne historique depuis 1999.

Le 31 décembre 2010, l'euro s'échangeait à 1,34 dollar, soit 7,3 % en deçà de son niveau du début d'année et 4,2 % au-dessous de sa moyenne de 2009. La dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar au premier semestre 2010 est liée au fait que la reprise macroéconomique a été plus soutenue aux États-Unis que dans la zone euro au début de l'année. Au second semestre 2010, l'euro s'est renforcé vis-à-vis du dollar, suite à l'approbation par les autorités américaines de mesures de relance supplémentaires de l'économie.

Au premier semestre 2010, l'euro a également continué de se déprécier par rapport au yen, annulant complètement son appréciation de 2009 (cf. graphique 35). Durant le reste de l'année, le taux de change bilatéral EUR/JPY a fluctué dans une fourchette plutôt étroite, l'euro s'inscrivant entre 105 et 115 yens. Le 31 décembre 2010, l'euro s'échangeait à JPY 108,65, en baisse de 18,4 % par rapport au début de l'année et de 16,7 % par rapport

Graphique 36 Taux de change effectifs nominal et réel de l'euro (TCE-20)¹⁾

(données trimestrielles ; indice : T1 1999 = 100)



Source : BCE

1) Une hausse des indices TCE-20 correspond à une appréciation de l'euro. Les dernières données se rapportent au quatrième trimestre 2010 pour les rubriques « Nominal » et « Réel, déflaté de l'IPC » et au troisième trimestre 2010 pour les rubriques « Réel, déflaté du PIB » et « Réel, déflaté des CUME ». CUME correspond aux « Coûts unitaires de main-d'oeuvre dans l'ensemble de l'économie ».

à sa moyenne de 2009. La volatilité du taux de change EUR/JPY s'est fortement accrue en mai et juin 2010, avant de s'atténuer au second semestre.

Par rapport à la livre sterling, l'euro s'est déprécié de 3,1 % en 2010, revenant de GBP 0,89 à GBP 0,86. L'euro s'est affaibli face à la livre sterling au premier semestre 2010 dans un contexte marqué par les inquiétudes du marché quant à la soutenabilité des finances publiques dans certains pays de la zone euro. L'euro a effacé une partie de ces pertes au second semestre. Fin 2010, le taux de change bilatéral de l'euro contre la livre sterling demeurait supérieur à sa moyenne historique depuis 1999, en raison de son appréciation en 2008 et début 2009.

En 2010, l'euro s'est déprécié de 15,7 % face au franc suisse. Jusqu'en juin 2010, ce mouvement a été freiné par les interventions de la Banque

nationale suisse. Au second semestre 2010, la dépréciation de l'euro vis-à-vis du franc suisse s'est nettement accentuée, dans un contexte de relative volatilité.

Entre le début de l'année et le 31 décembre 2010, l'euro s'est déprécié contre le dollar canadien (11,9 %), le dollar australien (17,9 %) et la couronne norvégienne (6,0 %) en raison essentiellement de différentiels de taux d'intérêt positifs vis-à-vis de la zone euro. L'euro s'est également déprécié contre les devises asiatiques liées au dollar des États-Unis, à savoir le yuan renminbi chinois (10,3 %) et le dollar de Hong-Kong (7,0 %). L'euro s'est également déprécié par rapport au won sud-coréen (10,7 %).

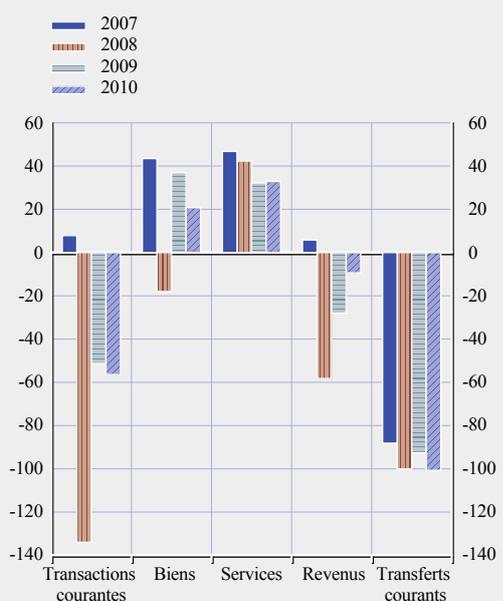
Le taux de change effectif réel de l'euro, calculé à partir de différents indices de coûts et de prix, a fléchi au premier semestre 2010 et s'est stabilisé par la suite (cf. graphique 36). Fin 2010, les valeurs des taux de change effectifs réels étaient très proches de leurs moyennes historiques depuis 1999. Le taux de change effectif réel de l'euro, déflaté de l'indice des prix à la consommation, a été en moyenne inférieur de 6,9 % en 2010 à son niveau de 2009.

LÉGÈRE AUGMENTATION DU DÉFICIT DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES EN 2010

En 2010, le compte de transactions courantes de la zone euro a enregistré un déficit de 56,4 milliards d'euros (0,6 % du PIB de la zone euro), après un déficit de 51,4 milliards en 2009. Ces évolutions résultent d'une baisse du déficit du solde des revenus à hauteur de 18,6 milliards d'euros, tandis que le solde des échanges de services est resté globalement inchangé (cf. graphique 37). Toutefois, le solde des échanges de biens s'est dégradé en 2010, contrebalançant l'amélioration du solde des revenus. Après le rebond des échanges observé début 2009 et l'amélioration du solde commercial courant 2009, le solde des échanges de biens a continué d'enregistrer un excédent en 2010, inférieur de 16,2 milliards d'euros à celui de 2009. Enfin, le déficit du solde des transferts courants s'est creusé de 8,2 milliards d'euros en 2010.

Graphique 37 Solde du compte de transactions courantes et composantes

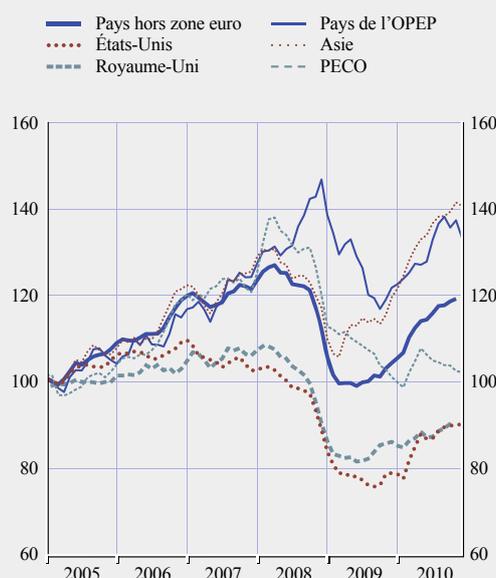
(données annuelles ; montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique 38 Exportations en volume de la zone euro à destination des principaux partenaires commerciaux

(indices : T1 2005 = 100 ; cvs ; moyenne mobile sur 3 mois)



Source : BCE

Notes : PECO désigne les pays d'Europe centrale et orientale. Les observations les plus récentes se rapportent à décembre 2010 excepté pour les pays hors zone euro et le Royaume-Uni (novembre 2010).

Le taux de croissance, en glissement annuel, des exportations de biens de la zone euro a suivi les tendances générales des échanges commerciaux, atteignant un pic au cours du premier semestre 2010, avant de ralentir progressivement. Le principal moteur de l'expansion des exportations pendant le premier semestre de l'année a été la forte demande extérieure liée à des facteurs temporaires tels que les mesures de relance budgétaire et le cycle des stocks. Toutefois, le ralentissement mondial de l'activité économique et l'atténuation progressive de ces facteurs temporaires au deuxième semestre 2010 ont contribué à modérer la progression des exportations. La croissance des exportations de la zone euro a continué d'être soutenue par les exportations à destination de l'Asie et des pays de l'OPEP, qui ont continué de s'inscrire en hausse tout au long de l'année (cf. graphique 38). Si les exportations vers les États-Unis et le Royaume-Uni ont augmenté au premier

trimestre 2010, elles sont restées faibles par la suite. Dans le même temps, la dépréciation de l'euro et son incidence positive sur la compétitivité-prix des exportations de la zone euro en 2010 ont quelque peu stimulé la demande étrangère.

En 2010, les importations de biens de la zone euro ont suivi un profil d'évolution similaire à celui des exportations. La croissance, en glissement annuel, des importations en volume a continué de se renforcer, atteignant un pic au deuxième trimestre de l'année avant de ralentir au troisième trimestre, en raison de l'atonie de la demande intérieure de la zone euro au second semestre. La dépendance des exportations de la zone euro vis-à-vis des biens intermédiaires importés a continué de favoriser les importations de la zone. La hausse des prix à l'importation a également contribué à l'accroissement des importations en valeur au cours de l'année. L'augmentation des prix à l'importation a

résultat pour partie du renchérissement du pétrole observé au cours de l'année, contribuant au creusement du déficit des échanges de produits pétroliers à 169,6 milliards d'euros sur la période de douze mois s'achevant en novembre 2010, bien au-dessus des 132,1 milliards d'euros enregistrés l'année précédente.

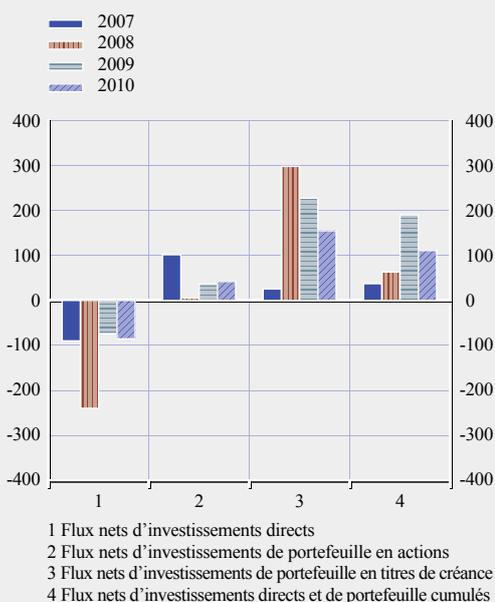
FORTE BAISSÉ DES ENTRÉES NETTES SUR INVESTISSEMENTS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE EN 2010

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 111,2 milliards d'euros au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés en 2010, contre des entrées nettes de 190,3 milliards un an auparavant. Cette réduction résulte essentiellement d'une baisse significative des entrées nettes sur titres de créance (à hauteur de 72,9 milliards d'euros) et, dans une moindre mesure, d'un accroissement (de 11,4 milliards) des sorties nettes au titre des investissements directs à l'étranger (IDE). Elle a été partiellement contrebalancée par une hausse des entrées nettes sur actions (de 5,1 milliards d'euros, cf. graphique 39).

En ce qui concerne les investissements de portefeuille, les évolutions trimestrielles ont été très volatiles en 2010, dans un contexte de fluctuations considérables du sentiment des marchés. Après des signes de regain de l'appétence pour le risque et la reprise des transactions transfrontières sur portefeuilles actions qui en a résulté au premier trimestre 2010, la réintensification des tensions sur les marchés financiers en mai a entraîné une recrudescence de l'aversion pour le risque de la part des investisseurs. Tandis que les résidents de la zone euro ont liquidé leurs positions en actions étrangères et rapatrié leurs fonds, les non-résidents ont continué de procéder à des investissements de portefeuille dans la zone euro, entraînant au total une forte augmentation des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille au deuxième trimestre 2010 (cf. graphique 40). Au second semestre 2010, le solde des investissements de portefeuille est passé de sorties nettes au troisième trimestre

Graphique 39 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

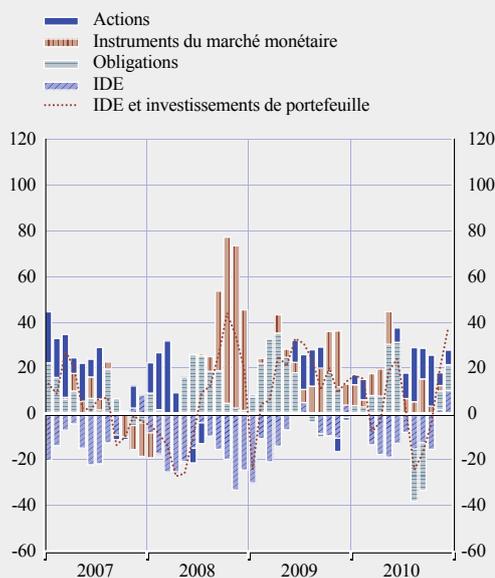
(données annuelles ; montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique 40 Principales rubriques du compte financier

(flux nets ; montants en milliards d'euros ; moyennes mobiles sur trois mois ; données mensuelles)



Source : BCE

à des entrées nettes au quatrième trimestre. Cette inversion reflète essentiellement les évolutions des obligations. Sur fond de préoccupations des marchés relatives à la soutenabilité de la dette de certains pays de la zone euro, les non-résidents ont procédé à des cessions d'obligations de la zone au troisième trimestre, tandis que les résidents accroissaient leurs investissements en obligations étrangères. Au quatrième trimestre, les tensions sur les marchés financiers s'étant apaisées, les non-résidents ont repris leurs achats d'obligations de la zone euro. Parallèlement, au second semestre 2010, la zone euro a enregistré des entrées nettes sur actions, dans un contexte de regain d'intérêt des investisseurs étrangers pour les actions de la zone.

Les flux d'IDE sont restés relativement modérés en 2010, les entreprises tant résidentes que non résidentes ayant diminué leurs opérations en capital social. La hausse des sorties nettes au titre des investissements directs en 2010 a reflété principalement les évolutions au titre des autres opérations. Alors que les entreprises de la zone euro ont augmenté leurs flux de prêts vers leurs filiales étrangères, les entreprises étrangères ont rapatrié des fonds.

Les données relatives à la position extérieure de la zone euro vis-à-vis du reste du monde, disponibles jusqu'au troisième trimestre 2010, font ressortir des engagements nets de 1 184 milliards d'euros (représentant 13,0 % du PIB de la zone euro), après 1 448 milliards (soit 16,2 % du PIB) à fin 2009.

3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE HORS ZONE EURO⁵

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

La production s'est redressée en 2010 dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro après la forte contraction enregistrée en 2009, mais le profil de la croissance a présenté une certaine volatilité et des différences significatives entre les pays (cf. tableau 7). La reprise a été principalement soutenue par les exportations, sur fond de demande extérieure vigoureuse et de reconstitution des stocks après la ponction importante exercée sur ces derniers en 2009. Dans le même temps, la demande intérieure est restée atone dans la plupart des pays, en dépit d'une amélioration sensible des indicateurs de confiance. La faiblesse de la demande intérieure a été liée à l'ajustement économique en cours dans le secteur privé et, pour certains pays, dans le secteur public également. Dans les pays qui sont entrés dans la récession après une période d'expansion non soutenable, la demande intérieure a continué de se contracter même au cours des derniers trimestres, reflétant un ajustement économique prolongé.

S'agissant des principales composantes de la demande intérieure, la consommation privée est restée modérée dans la plupart des pays, reflétant dans une certaine mesure l'atonie des marchés

du travail et de la croissance du crédit. Les taux de chômage ont été plus élevés qu'en 2009 dans de nombreux pays, bien que dans certains, l'amélioration de l'activité économique globale ait provoqué un rebond de l'emploi à partir du deuxième trimestre 2010. Les performances des marchés du travail ont été sensiblement différentes selon les secteurs. En général, les secteurs exportateurs ont connu une demande de main-d'œuvre plus forte, des évolutions plus favorables des chiffres de l'emploi et une dynamique des salaires plus soutenue. La croissance des crédits au secteur privé est restée relativement faible dans la plupart des pays de l'UE hors zone euro, reflétant à la fois des tensions sur l'offre et l'atonie de la demande. L'utilisation des capacités de production est demeurée faible, en particulier dans les secteurs abrités, même si elle a fortement augmenté dans les secteurs exportateurs de nombreux pays. La croissance de l'investissement a été anémique en général, voire fortement négative dans certains pays, dénotant l'ajustement à l'œuvre sur les marchés de l'immobilier résidentiel et un recul dans le secteur de la construction. Dans certains

5 Cette section couvre les pays de l'UE qui ne faisaient pas partie de la zone euro en 2010.

Tableau 7 Croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	2006	2007	2008	2009	2010 ³⁾	2010 T1	2010 T2	2010 T3	2010 ³⁾ T4
Bulgarie	6,5	6,4	6,2	-4,9	0,3	-0,8	-0,3	0,5	2,1
République tchèque	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,3	1,0	2,3	2,8	2,9
Danemark	3,4	1,6	-1,1	-5,2	.	-0,9	2,8	3,4	.
Estonie	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1	-2,7	3,0	5,1	6,6
Lettonie	12,2	10,0	-4,2	-18,0	-0,2	-5,1	-2,6	2,5	3,7
Lituanie	7,8	9,8	2,9	-14,7	1,3	-1,9	1,2	1,6	4,6
Hongrie	3,6	0,8	0,8	-6,7	1,2	-0,6	0,8	2,2	2,4
Pologne	6,2	6,8	5,1	1,7	3,8	3,1	3,8	4,7	4,3
Roumanie	7,9	6,3	7,3	-7,1	-1,2	-3,2	-1,5	-2,2	-0,5
Suède	4,3	3,3	-0,6	-5,3	.	2,8	4,5	6,8	.
Royaume-Uni	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,3	-0,3	1,5	2,5	1,5
UE-8 ¹⁾	6,6	6,0	4,0	-3,5	2,1	0,6	1,9	2,6	3,0
UE-11 ²⁾	4,0	3,5	0,9	-4,6	1,3	0,2	2,0	3,1	1,6
Zone euro	3,0	2,8	0,4	-4,1	.	0,8	2,0	1,9	2,0

Source : Eurostat.

Note : Les données trimestrielles sont corrigées des jours ouvrés et des variations saisonnières sauf pour la Roumanie et la zone euro (seulement cvs).

1) L'UE-8 est l'agrégation des huit pays n'appartenant pas à la zone euro (au 31 décembre 2010) qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou en 2007.

2) L'UE-11 est l'agrégation des onze États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2010.

3) Les données pour 2010 sont des estimations rapides, c'est-à-dire des données provisoires.

pays, l'incidence à court terme de l'ajustement budgétaire en cours a contribué à la faiblesse de la demande intérieure.

La croissance du PIB en volume a été particulièrement forte dans les pays, tels que la Pologne et la Suède, qui étaient entrés dans la récession avec des déséquilibres relativement faibles des comptes de transactions courantes par rapport à la plupart des autres États membres de l'UE hors zone euro. Certains pays, qui avaient subi des ralentissements très prononcés de l'activité économique en 2009, ont également enregistré un fort rebond. Les économies baltes se sont redressées après avoir enregistré les baisses d'activité les plus importantes de tous les pays de l'UE en 2009. La demande extérieure a été le principal moteur de la reprise, alors que la demande intérieure a été faible ou même en recul. En Bulgarie, la reprise a été lente et tirée essentiellement par la demande étrangère, alors que la demande intérieure a été freinée par la poursuite de l'ajustement dans le secteur privé. La Roumanie a été le seul pays de l'UE hors zone euro dont l'économie a continué de se contracter légèrement en 2010, en raison principalement de l'ajustement budgétaire en cours.

Dans l'ensemble, le changement prononcé des moteurs de la croissance économique par rapport à l'année précédant la récession mondiale reflète

le processus d'ajustement économique entamé durant la récession, voire avant celle-ci dans le cas de certains pays comme les États baltes.

ÉVOLUTION DES PRIX

L'inflation annuelle moyenne s'est accentuée en 2010 dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro en dépit de la faiblesse persistante de la demande intérieure, d'un volant de capacités de production inutilisées toujours important dans l'ensemble et d'une situation de sous-emploi sur les marchés du travail. Les tensions inflationnistes ont principalement été liées aux hausses des prix des produits alimentaires, mais également de l'énergie. Dans certains pays, les prix administrés et les modifications de la fiscalité indirecte ont accentué l'inflation. Le renchérissement des matières premières sur les marchés mondiaux a eu tendance à exercer une incidence plus forte sur l'inflation en Europe centrale et orientale que dans les autres pays de l'UE hors zone euro, en raison du poids plus important des produits alimentaires et de l'énergie dans les paniers servant à calculer l'IPCH.

Les taux annuels d'inflation ont continué de varier fortement d'un pays à l'autre en 2010 (cf. tableau 8). Les taux d'inflation les plus élevés ont été enregistrés en Hongrie (4,7%)

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

(variations annuelles en pourcentage)

	2006	2007	2008	2009	2010	2010 T1	2010 T2	2010 T3	2010 T4
Bulgarie	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	1,9	2,9	3,3	4,0
République tchèque	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	0,4	0,9	1,6	2,0
Danemark	1,9	1,7	3,6	1,1	2,2	1,9	2,0	2,3	2,5
Estonie	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7	0,0	2,9	3,1	5,0
Lettonie	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	-3,9	-2,3	-0,3	1,7
Lituanie	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	-0,4	0,5	1,8	2,9
Hongrie	4,0	7,9	6,0	4,0	4,7	5,8	5,2	3,6	4,3
Pologne	1,3	2,6	4,2	4,0	2,7	3,4	2,5	2,1	2,7
Roumanie	6,6	4,9	7,9	5,6	6,1	4,6	4,3	7,5	7,8
Suède	1,5	1,7	3,3	1,9	1,9	2,7	1,8	1,3	1,8
Royaume-Uni	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,4
UE-8 ¹⁾	3,2	4,4	6,6	3,7	3,2	2,8	2,8	4,6	5,2
UE-11 ²⁾	2,5	3,1	4,7	2,7	3,2	3,1	3,0	3,0	3,4
Zone euro	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	1,1	1,5	1,7	2,0

Source : Eurostat

1) L'UE-8 est l'agrégation des huit pays n'appartenant pas à la zone euro (au 31 décembre 2010) qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou en 2007.

2) L'UE-11 est l'agrégation des onze États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2010.

où les droits d'accise ont été relevés en janvier et où les précédents relèvements de la TVA ont également produit un effet de base, et en Roumanie (6,1%), qui a sensiblement augmenté la TVA en juillet. L'inflation s'est établie entre 2,2% et 3,3% dans la plupart des autres pays. En République tchèque, en Lituanie et en Suède, le taux moyen d'inflation a été positif mais inférieur à 2%. La Lettonie a été le seul pays à enregistrer un taux d'inflation moyen négatif en 2010, à -1,2%. Les évolutions au cours de l'année indiquent une tendance à l'accélération de l'inflation dans la plupart des pays. En Lettonie, l'inflation est redevenue positive en septembre 2010, évolution imputable en totalité à la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie. Si l'on exclut ces composantes, l'inflation annuelle est demeurée contenue dans tous les pays, voire négative dans certains pays (en Lettonie et en Lituanie, par exemple), ce qui tend à indiquer que les tensions inflationnistes liées à la demande ont été faibles en 2010.

POLITIQUES BUDGÉTAIRES

À l'exception de l'Estonie et de la Suède, tous les États membres de l'UE hors zone euro ont enregistré, selon les estimations, des ratios de déficit des administrations publiques supérieurs à la valeur de référence de 3% du PIB en 2010. Le Royaume-Uni aurait ainsi continué d'enregistrer un déficit très élevé, atteignant 10,5% du PIB. Les ratios de déficit ont décliné en 2010 dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro par rapport à 2009, pour partie en raison d'une croissance économique plus soutenue que prévu ayant entraîné une hausse des recettes fiscales, tandis que les ratios de dette ont continué d'augmenter. Dans la majorité des pays, les résultats budgétaires pour 2010 ont été conformes aux objectifs inscrits dans les programmes de convergence actualisés présentés fin 2009. L'ampleur du redressement des soldes budgétaires en 2010 par rapport à l'année précédente diffère considérablement d'un pays à l'autre, en fonction du degré d'amélioration de l'environnement macroéconomique et de la réponse budgétaire du

Tableau 9 Situation budgétaire des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	Solde budgétaire					Dette brute				
	Prévisions économiques de l'automne 2010 de la Commission européenne				Programmes de convergence actualisés pour 2009-2010	Prévisions économiques de l'automne 2010 de la Commission européenne				Programmes de convergence actualisés pour 2009-2010
	2007	2008	2009	2010 ³⁾		2010	2007	2008	2009	
Bulgarie	1,1	1,7	-4,7	-3,8	0,0	17,2	13,7	14,7	18,2	14,6
République tchèque	-0,7	-2,7	-5,8	-5,2	-5,3	29,0	30,0	35,3	40,0	38,6
Danemark	4,8	3,2	-2,7	-5,1	-5,3	27,3	34,1	41,5	44,9	41,8
Estonie	2,5	-2,8	-1,7	-1,0	-2,2	3,7	4,6	7,2	8,0	10,1
Lettonie	-0,3	-4,2	-10,2	-7,7	-8,5	9,0	19,7	36,7	45,7	55,1
Lituanie	-1,0	-3,3	-9,2	-8,4	-8,1	16,9	15,6	29,5	37,4	36,6
Hongrie	-5,0	-3,7	-4,4	-3,8	-3,8	66,1	72,3	78,4	78,5	79,0
Pologne	-1,9	-3,7	-7,2	-7,9	-6,9	45,0	47,1	50,9	55,5	53,1
Roumanie	-2,6	-5,7	-8,6	-7,3	-6,3	12,6	13,4	23,9	30,4	28,3
Suède	3,6	2,2	-0,9	-0,9	-3,4	40,0	38,2	41,9	39,9	45,5
Royaume-Uni	-2,7	-5,0	-11,4	-10,5	-12,0	44,5	52,1	68,2	77,8	82,1
UE-8 ¹⁾	-1,9	-3,6	-6,8	-6,6	-5,8	35,7	37,7	43,7	48,5	47,0
UE-11 ²⁾	-1,4	-3,3	-8,4	-8,0	-8,9	40,9	45,6	56,9	63,3	65,7
Zone euro	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	-6,7	66,2	69,8	79,2	84,2	83,9

Sources : Prévisions économiques de l'automne 2010 de la Commission européenne, programmes de convergence actualisés pour 2009-2010 et calculs de la BCE

Notes : Sur la base des définitions du SEC 95. Les chiffres relatifs à 2010 figurant dans les programmes de convergence actualisés correspondent aux objectifs fixés par les gouvernements nationaux et peuvent donc différer des résultats définitifs.

1) L'UE-8 est l'agrégation des huit pays n'appartenant pas à la zone euro (au 31 décembre 2010) qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou en 2007.

2) L'UE-11 est l'agrégation des onze États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2010.

3) Les données relatives à 2010 sont des prévisions.

pays à la crise financière et économique mondiale. Tandis que la Bulgarie, la République tchèque, les États baltes et la Roumanie ont introduit des coupes budgétaires ou restreint les dépenses en 2010, d'autres pays ont généralement laissé libre jeu aux stabilisateurs automatiques. Par ailleurs, au Danemark et en Suède, des mesures de relance budgétaire discrétionnaires ont été adoptées en réaction à la crise.

À fin 2010, tous les États membres de l'UE hors zone euro, à l'exception de l'Estonie et de la Suède, faisaient l'objet d'une décision du Conseil constatant l'existence d'un déficit excessif. Les délais impartis pour corriger les déficits excessifs ont été fixés à 2011 pour la Bulgarie et la Hongrie, à 2012 pour la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie, à 2013 pour la République tchèque et le Danemark et à l'exercice 2014-2015 pour le Royaume-Uni.

Selon les estimations, le ratio de la dette publique a augmenté en 2010 dans tous les États membres de l'UE hors zone euro à l'exception de la Suède, cette progression ayant été toutefois plus limitée qu'en 2009 dans la plupart des pays.

Les hausses les plus fortes ont été enregistrées au Royaume-Uni (+ 9,6 points de pourcentage), en Lettonie (+ 9,0 points de pourcentage) et en Lituanie (+ 7,9 points de pourcentage), reflétant principalement les déficits budgétaires importants de ces pays. Alors que le ratio de la dette est resté supérieur à la valeur de référence de 60 % du PIB en Hongrie et a continué de progresser au-dessus de ce niveau au Royaume-Uni, il est demeuré inférieur à 60 % dans les autres pays de l'UE hors zone euro.

ÉVOLUTIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

En 2010, les soldes cumulés des comptes de transactions courantes et de capital des États membres de l'UE hors zone euro (en pourcentage du PIB) se sont détériorés dans la plupart des pays (cf. tableau 10). Les évolutions ont toutefois été très hétérogènes. En Estonie, en Lettonie et en Lituanie, les excédents du compte de transactions courantes et du compte de capital ont diminué, reflétant la reprise progressive dans ces économies et le renforcement de la demande intérieure. L'excédent s'est également réduit en Suède, en raison de la détérioration de la balance

Tableau 10 Balance des paiements des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

	Solde des comptes de transactions courantes et de capital				Flux nets d'investissements directs				Flux nets d'autres investissements			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Bulgarie	-27,1	-22,3	-8,6	-0,7	28,7	17,5	9,6	5,6	16,8	16,9	-1,7	-2,5
République tchèque	-2,6	0,2	0,1	-1,5	5,1	1,0	0,7	3,5	0,1	1,2	-1,0	-3,1
Danemark	1,4	2,7	3,5	4,8	-2,8	-3,5	-1,3	-1,2	3,3	2,0	3,8	12,1
Estonie	-16,2	-8,7	7,3	7,2	4,5	2,6	0,7	7,6	13,8	4,9	3,0	-6,8
Lettonie	-20,4	-11,6	11,0	8,8	6,8	3,0	0,6	0,3	19,3	7,6	-9,8	-2,9
Lituanie	-12,8	-11,3	7,7	6,8	3,6	3,6	-0,1	0,7	13,0	5,8	-10,8	-14,7
Hongrie	-6,2	-6,1	0,7	3,0	2,3	1,5	-0,1	2,6	5,4	18,2	8,8	-0,2
Pologne	-3,6	-3,7	-0,5	-1,3	4,3	2,0	2,0	1,5	6,5	6,0	3,1	2,7
Roumanie	-12,8	-11,1	-3,7	-4,6	5,7	6,7	3,0	2,6	11,2	6,2	2,0	4,6
Suède	8,4	8,6	7,4	6,5	-2,2	1,4	-4,9	-3,0	-3,0	8,7	-9,0	-7,3
Royaume-Uni	-2,4	-1,3	-1,5	-1,7	-4,4	-2,6	1,2	0,4	-0,8	-9,7	-3,0	-8,9
UE-11 ¹⁾	-1,4	-0,4	0,4	0,3	2,6	-0,9	0,2	-1,1	-0,5	0,3	-7,3	-10,4
UE-3 ²⁾	0,0	0,7	0,5	0,3	2,1	-2,7	-0,8	-1,8	-1,5	-1,3	-11,4	-14,8
UE-8 ³⁾	-1,4	-1,1	-0,1	-0,1	4,1	5,5	3,6	1,8	3,3	5,9	7,4	5,4
Zone euro	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-1,0	-2,6	-0,8	-1,1	0,3	1,4	-2,4	-0,2

Source : BCE.

Note : Les données pour 2010 se rapportent à la moyenne sur quatre trimestres jusqu'au troisième trimestre 2010.

1) L'UE-11 est l'agrégation des contributions pondérées des 11 États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2010.

2) L'UE-3 est l'agrégation des contributions pondérées du Danemark, de la Suède et du Royaume-Uni.

3) L'UE-8 est l'agrégation des contributions pondérées des huit pays n'appartenant pas à la zone euro (au 31 décembre 2010) qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou en 2007.

commerciale liée à la forte reprise de la demande intérieure. En République tchèque, le solde cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital est passé d'un excédent à un déficit par suite d'un creusement du déficit des revenus et d'une diminution de l'excédent commercial. Le déficit des comptes de transactions courantes et de capital s'est accru en Pologne, sous l'effet de la vigueur de la demande intérieure et d'une augmentation du déficit au titre des revenus, en Roumanie, principalement en raison d'une diminution des envois de fonds, et au Royaume-Uni, où le solde commercial s'est détérioré. Le solde s'est toutefois amélioré dans un certain nombre de pays. En Bulgarie, le solde du compte de transactions courantes et de capital s'est inversé, passant d'un déficit à un excédent à la faveur du renforcement des exportations et de l'ajustement en cours dans le pays. En Hongrie, l'excédent a augmenté, passant de 0,7% du PIB en 2009 à 3,0% en 2010, reflétant un processus de reprise largement tirée par les exportations. Le Danemark a enregistré une hausse de son excédent, passé de 3,5% en 2009 à 4,8% en 2010 grâce au renforcement des exportations et à une demande intérieure toujours modérée.

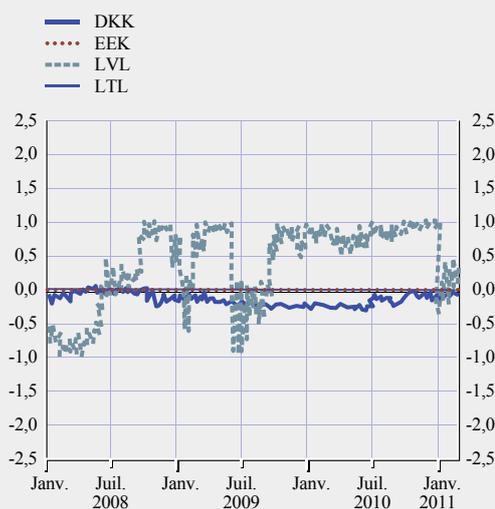
En ce qui concerne le financement, les entrées au titre des investissements directs étrangers se sont stabilisées ou ont augmenté courant 2010 dans presque tous les pays n'appartenant pas à la zone euro ayant rejoint l'UE à partir de 2004. Le Danemark et la Suède sont restés exportateurs nets d'investissements directs. Les augmentations des composantes plus stables du financement du compte de transactions courantes se sont accompagnées, en République tchèque, en Lituanie et en Pologne, d'une progression très importante des flux nets d'investissements de portefeuille. S'agissant des flux sur les autres investissements, de nombreux pays ont encore affiché des sorties nettes, en raison principalement d'une accentuation du processus de désendettement. En Lettonie et en Roumanie, les entrées de capitaux privés en 2010 ont continué d'être complétées par les programmes de soutien financier mis en place par les organisations internationales.

ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE

En 2010, les évolutions des taux de change dans les États membres de l'UE hors zone euro ont été largement tributaires des régimes de change de chacun des pays. Les monnaies du Danemark, de l'Estonie, de la Lettonie et de la Lituanie ont participé au mécanisme de change européen II (MCE II). Une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$ a été appliquée autour de leur cours pivot vis-à-vis de l'euro, sauf dans le cas de la couronne danoise, à laquelle une marge plus étroite, de $\pm 2,25\%$, s'applique (cf. graphique 41). La participation au MCE II est allée de pair, dans certains cas, avec des engagements unilatéraux de la part des pays concernés de maintenir des marges de fluctuation plus étroites ou des dispositifs de caisse d'émission. Ces engagements n'imposent à la BCE aucune obligation supplémentaire.

Graphique 41 Évolutions des devises de l'UE participant au MCE II

(données quotidiennes ; écart par rapport au cours pivot en points de pourcentage)



Source : BCE

Notes : Un écart positif (négatif) par rapport au cours pivot indique que la devise se situe dans la partie inférieure (supérieure) de la marge de fluctuation. Pour la couronne danoise, la marge de fluctuation est de $\pm 2,25\%$. Pour toutes les autres devises, la marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$ s'applique. Toutefois, dans le cadre d'un engagement unilatéral, la marge de fluctuation est de $\pm 1\%$ pour le lats letton et un dispositif de caisse d'émission est maintenu pour le litas lituanien ; pour la couronne estonienne, un dispositif de caisse d'émission était en vigueur jusqu'à l'adoption de l'euro par l'Estonie en janvier 2011. La dernière observation se rapporte au 25 février 2011.

En particulier, la couronne estonienne et le litas lituanien ont rejoint le MCE II en maintenant leur dispositif existant de caisse d'émission, tandis que les autorités lettones ont décidé de maintenir le taux de change du lats à son cours pivot vis-à-vis de l'euro avec une marge de fluctuation de $\pm 1\%$.

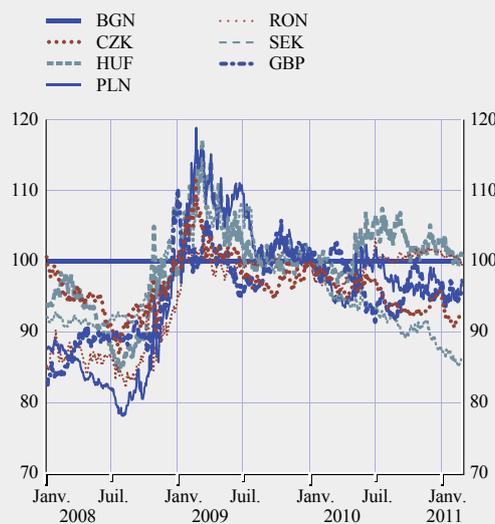
La couronne estonienne et le litas lituanien se sont maintenus à leur cours pivot en 2010. Le lats letton est demeuré globalement stable à l'intérieur de la marge de $\pm 1\%$ fixée unilatéralement vis-à-vis de l'euro, fluctuant à des niveaux proches du bas de la fourchette. Le lats n'a pas subi de tensions significatives en 2010, reflétant la stabilisation de la situation macroéconomique et l'amélioration du sentiment des investisseurs vis-à-vis de l'économie lettonne. La poursuite du respect des conditions convenues dans le cadre du programme d'aide financière internationale conduit par l'UE et le FMI a également été un facteur de soutien et demeure primordiale pour la crédibilité de l'ancrage du taux de change à l'avenir.

S'agissant des taux de change des devises des États membres de l'UE hors zone euro qui ne participaient pas au MCE II, on distingue deux types d'évolutions. Tandis que la couronne tchèque, le zloty polonais, la couronne suédoise et la livre sterling ont continué de s'apprécier vis-à-vis de l'euro, le forint hongrois et le leu roumain ont été globalement stables (cf. graphique 42). Les devises tchèque, polonaise et suédoise ont été soutenues par les performances des économies respectives en termes de croissance. La livre sterling s'est globalement appréciée contre l'euro, mais son taux de change a été très volatil. À l'exception de la couronne tchèque et de la couronne suédoise, les devises qui ont enregistré des appréciations n'ont pas retrouvé leurs niveaux d'avant 2008 vis-à-vis de l'euro.

Les brefs épisodes de volatilité du taux de change du forint vis-à-vis de l'euro ont reflété des tensions politiques en Hongrie, notamment la rupture des négociations entre les organisations internationales et

Graphique 42 Évolutions des devises de l'UE ne participant pas au MCE II par rapport à l'euro

(données quotidiennes ; indice : 1^{er} janvier 2010 = 100)



Source : BCE

Notes : Une hausse (baisse) indique une dépréciation (appréciation) de la devise. La dernière observation se rapporte au 25 février 2011.

le gouvernement, et les abaissements de la notation du pays par les principales agences. Le leu roumain est resté globalement inchangé à compter de janvier 2010, passant par de courtes périodes de volatilité accrue essentiellement liées aux tensions politiques et aux risques associés s'agissant de la mise en œuvre des mesures d'assainissement budgétaire convenues avec les organisations internationales. Fort du dispositif de caisse d'émission ancré à l'euro, le lev bulgare est demeuré stable contre euro.

ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

En 2010, la situation s'est généralement améliorée sur les marchés financiers des États membres de l'UE hors zone euro. Les taux d'intérêt à long terme, tels que mesurés par les rendements des emprunts publics à dix ans, ont baissé dans la plupart des pays et les écarts de rendement par rapport aux emprunts publics de la zone euro se sont réduits en moyenne. La baisse des rendements à long terme a été particulièrement prononcée en Lettonie et en Lituanie, reflétant l'amélioration des performances macroéconomiques, mais

également le fait que ces rendements étaient très élevés début 2010. En ce qui concerne les marchés monétaires, les taux ont sensiblement fléchi dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro, en partie sous l'effet des baisses des taux directeurs. La Suède a constitué une exception notable, les relèvements des taux directeurs qui ont débuté en été ayant entraîné une hausse de quelque 150 points de base des taux de marché à court terme.

Les turbulences observées sur certains marchés de la dette souveraine de la zone euro n'ont eu qu'une incidence limitée sur les écarts de rendement (*spreads*) des *swaps* de défaut (CDS) pour les États membres de l'UE hors zone euro. Sur l'ensemble de l'année, la plupart des pays n'ont enregistré que de faibles variations des primes. Il existe toutefois quelques exceptions notables. Dans les États baltes, les primes ont diminué de quelque 145 points de base en moyenne, reflétant, entre autres facteurs, la confiance accrue dans les mesures d'austérité et l'amélioration de la situation macroéconomique. À l'inverse, les inquiétudes persistantes quant à la soutenabilité de l'assainissement budgétaire en Hongrie ont entraîné un élargissement de 140 points de base environ des écarts de rendement des CDS hongrois au cours de l'année. Les marchés boursiers des États membres de l'UE hors zone euro ont affiché des performances très supérieures à celles des marchés de la zone euro. Cette évolution a été particulièrement prononcée dans les États baltes, où les actions ont gagné 55 % environ, en moyenne, en 2010.

Début 2011, les marchés d'actions ont continué de se raffermir dans la plupart des pays, tandis que les évolutions des rendements des emprunts publics à long terme ont été contrastées. Les écarts de rendement des CDS hongrois ont diminué de 75 points de base environ, à la faveur d'une amélioration du sentiment des investisseurs.

POLITIQUE MONÉTAIRE

L'objectif principal de la politique monétaire de tous les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro est la stabilité des prix. Toutefois, les stratégies de politique monétaire diffèrent encore largement d'un pays à l'autre (cf. tableau 11).

Au premier semestre 2010, de nombreuses banques centrales des pays membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, notamment la Česká národní banka, la Danmarks Nationalbank, la Latvijas Banka, la Magyar Nemzeti Bank et la Banca Națională a României, ont abaissé leurs taux directeurs. La plupart de ces baisses de taux répondaient au souci d'encourager la distribution de crédits bancaires et de soutenir l'activité économique (au vu d'un écart de production fortement négatif dans un certain nombre de pays). Au second semestre 2010 et début 2011, le cycle d'assouplissement monétaire s'est interrompu dans la plupart des pays de l'UE hors zone euro. À l'exception de la Latvijas Banka, toutes les banques centrales des États membres de l'UE hors zone euro qui ont modifié leurs taux directeurs pendant cette période, c'est-à-dire la Danmarks Nationalbank, la Magyar Nemzeti Bank, le Narodowy Bank Polski et la Sveriges Riksbank, ont décidé de les augmenter. La plupart des hausses de taux visaient à garantir le respect des objectifs d'inflation à moyen terme des différentes banques centrales. Les banques centrales de Hongrie et de Roumanie ont continué de pratiquer les taux directeurs les plus élevés en 2010 (5,75 % et 6,25 %, respectivement, à la fin de l'année), reflétant des taux d'inflation et des primes de risques plus élevés que dans les autres États membres de l'UE hors zone euro. Dans le cas de la Roumanie, le niveau élevé du taux directeur reflétait également l'objectif de la banque centrale de contrer le risque d'effets de second tour liés à des chocs d'offre (notamment le relèvement de la TVA en juillet 2010, ainsi que le renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie).

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

	Stratégie de politique monétaire	Devise	Caractéristiques
Bulgarie	Objectif de taux de change	Lev bulgare	Objectif de taux de change : rattachement à l'euro à BGN 1,95583 pour un euro dans le cadre d'un dispositif de caisse d'émission
République tchèque	Cible d'inflation	Couronne tchèque	Cible d'inflation : 3 %, ± 1 point de pourcentage jusqu'à fin 2009 puis 2 %, ± 1 point de pourcentage. Régime de change : flottement administré
Danemark	Objectif de taux de change	Couronne danoise	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 2,25 % autour d'un cours pivot de DKK 7,46038 pour un euro.
Estonie	Objectif de taux de change	Couronne estonienne	A participé au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour d'un cours pivot de EEK 15,6466 pour un euro tout en maintenant son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral. Le 1 ^{er} janvier 2011, l'euro est devenu la monnaie ayant cours légal en Estonie, remplaçant la couronne estonienne au taux de change irrévocable de EEK 15,6466 pour un euro.
Lettonie	Objectif de taux de change	Lats letton	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour d'un cours pivot de LVL 0,702804 pour un euro. La Lettonie maintient une marge de fluctuation de ± 1 % dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Lituanie	Objectif de taux de change	Litas lituanien	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour d'un cours pivot de LTL 3,45280 pour un euro. La Lituanie maintient son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Hongrie	Cible d'inflation	Forint hongrois	Cible d'inflation : 3 %, cible à moyen terme depuis 2007. Régime de change : flottement pur
Pologne	Cible d'inflation	Zloty polonais	Cible d'inflation : 2,5 %, ± 1 point de pourcentage (évolution en glissement annuel de l'IPC). Régime de change : flottement pur
Roumanie	Cible d'inflation	Leu roumain	Cible d'inflation : 3,5 %, ± 1 point de pourcentage pour fin 2010, 3 %, ± 1 point de pourcentage pour fin 2011 et fin 2012 puis 2,5 %, ± 1 point de pourcentage pour la fin de l'année à compter de 2013. Régime de change : flottement administré
Suède	Cible d'inflation	Couronne suédoise	Cible d'inflation : hausse de 2 % de l'IPC. Régime de change : flottement pur
Royaume-Uni	Cible d'inflation	Livre sterling	Cible d'inflation : 2 %, mesurée par la hausse en glissement annuel de l'IPC. En cas d'écart supérieur à 1 point de pourcentage, le gouverneur de la Bank of England devra adresser, au nom du Comité de politique monétaire, une lettre ouverte au Chancelier de l'Echiquier. Régime de change : flottement pur

Source : SEBC

Note : Pour le Royaume-Uni, l'IPC est identique à l'IPCH.

S'agissant des mesures de politique monétaire non conventionnelles, en 2010 la Bank of England a maintenu son stock d'achats d'actifs financés par l'émission de réserves de banque centrale à 200 milliards de livres sterling. Cette décision reflétait le point de vue du Comité de politique monétaire de la banque centrale selon lequel, d'une part, l'orientation de la politique monétaire demeurerait appropriée pour atteindre la cible d'inflation à moyen terme et,

d'autre part, la balance des risques entourant l'inflation ne s'était pas inversée suffisamment pour justifier un changement de politique. Les mesures non conventionnelles prises par la Sveriges Riksbank (prêts à taux fixe d'une durée de douze mois consentis aux banques commerciales) ont pris fin en 2010. Compte tenu de la forte reprise de l'économie et du redressement de la croissance du crédit, aucune nouvelle mesure n'a été introduite.



Le nouveau siège de la BCE, conçu par COOP HIMMELB(L)AU, doit être achevé en 2013. L'ensemble comprendra trois grands corps de bâtiments, à savoir la tour de bureaux double, l'ancienne *Grossmarkthalle* et le bâtiment d'accès.

CHAPITRE 2

LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE

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

I.1 LES OPÉRATIONS D'OPEN MARKET ET LES FACILITÉS PERMANENTES

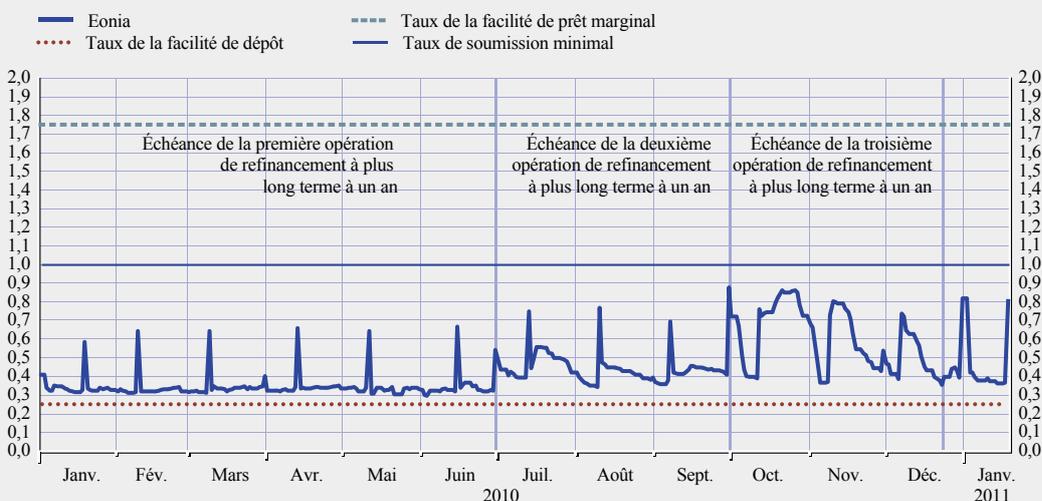
Les instruments de politique monétaire utilisés par l'Eurosystème en 2010 comprennent les opérations d'*open market*, telles que les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme, ainsi que les opérations de réglage fin, les facilités permanentes et les réserves obligatoires. Le programme d'achat d'obligations sécurisées et le programme pour les marchés de titres ont été mis en place comme mesures temporaires, non conventionnelles destinées à remédier au dysfonctionnement de certains compartiments des marchés financiers en euros.

Le Conseil des gouverneurs n'a pas modifié les taux directeurs de la BCE en 2010 (cf. graphique 43). Le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement, le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 1 %, 1,75 % et 0,25 % respectivement. La largeur du corridor a donc été maintenue à 150 points de base.

Début 2010, certaines mesures non conventionnelles de politique monétaire adoptées en réponse à l'intensification de la crise financière en 2008 ont été progressivement supprimées. La BCE a ainsi suspendu les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de six et de douze mois ainsi que les opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de trois mois, et a réintroduit une procédure d'appels d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières assorties d'une échéance de trois mois, en commençant par l'opération dont l'adjudication a été effectuée le 28 avril 2010. Parallèlement, les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement exceptionnelles (dont la durée correspond à une période de constitution de réserves) ont continué à être réalisées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. En outre, les opérations d'apport de liquidité en devises (en francs suisses et en dollars des États-Unis) menées par la BCE ont été suspendues après le 31 janvier 2010.

Graphique 43 Taux directeurs de la BCE et Eonia

(en pourcentage)



Source : BCE

Le 10 mai 2010, le Conseil des gouverneurs a adopté plusieurs mesures pour faire face aux graves tensions apparues les semaines précédentes sur certains compartiments des marchés financiers. En plus de la décision de mener à nouveau toutes les opérations de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, et d'effectuer, le 12 mai 2010, une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois, la totalité des soumissions étant servie, le Conseil des gouverneurs a instauré un programme pour les marchés de titres pour soulager ces tensions. Afin de garantir que l'orientation de la politique monétaire ne soit pas affectée par les interventions réalisées dans le cadre de ce programme, la liquidité injectée par le biais de celui-ci est réabsorbée *via* les reprises hebdomadaires de liquidité en blanc du secteur bancaire. De plus, le dispositif temporaire d'échange réciproque de devises conclu avec le Système fédéral de réserve, qui avait été suspendu après le 31 janvier 2010, a été réactivé en mai, en coordination avec d'autres banques centrales, et la BCE a recommencé à effectuer des opérations d'apport de liquidité en dollars.

LES BESOINS DE REFINANCEMENT DU SYSTÈME BANCAIRE

La fourniture de liquidité au travers des opérations d'*open market* est généralement menée par l'Eurosystème sur la base d'une analyse quotidienne des besoins de refinancement du système bancaire consolidé de la zone euro. Ces besoins de refinancement sont déterminés par la somme des réserves obligatoires, des excédents de réserves et des facteurs autonomes. Ces derniers sont constitués d'une série de postes du bilan de l'Eurosystème, tels que les billets en circulation et les dépôts des administrations publiques, qui ont une incidence sur les avoirs en compte courant des établissements de crédit mais qui échappent au contrôle direct de la gestion de la liquidité de l'Eurosystème.

Toutefois, à l'exception de l'opération de refinancement à plus long terme régulière dont

l'adjudication a été effectuée le 28 avril 2010, toutes les opérations de refinancement régulières de l'Eurosystème réalisées en 2010 l'ont été sous la forme d'appels d'offres à taux fixe visant à servir la totalité des soumissions¹. Par conséquent, le montant total des opérations de refinancement a continué d'être conditionné non pas par les considérations de l'Eurosystème liées à l'offre, mais plutôt par la demande émanant des contreparties, ce qui reflète leur préférence sous-jacente pour la liquidité. En 2010, le montant excédant les réserves obligatoires détenu sur les comptes courants s'est en moyenne établi à 1,26 milliard d'euros, contre 1,03 milliard d'euros en 2009² et 1,07 milliard en 2008.

Le système bancaire de la zone euro a continué en 2010 à emprunter un excédent de liquidité global et à le redéposer auprès de l'Eurosystème, payant le taux fixe appliqué aux opérations principales de refinancement et recevant le taux de la facilité de dépôt (ce qui a impliqué un écart de 75 points de base). Le recours net journalier moyen à la facilité de dépôt de l'Eurosystème – qui peut être considéré comme une mesure de l'excédent de liquidité global – est passé de 180 milliards d'euros environ en janvier 2010 à près de 300 milliards en juin 2010. Il a ensuite affiché un recul significatif et constant pour revenir à un peu plus de 50 milliards d'euros en décembre 2010.

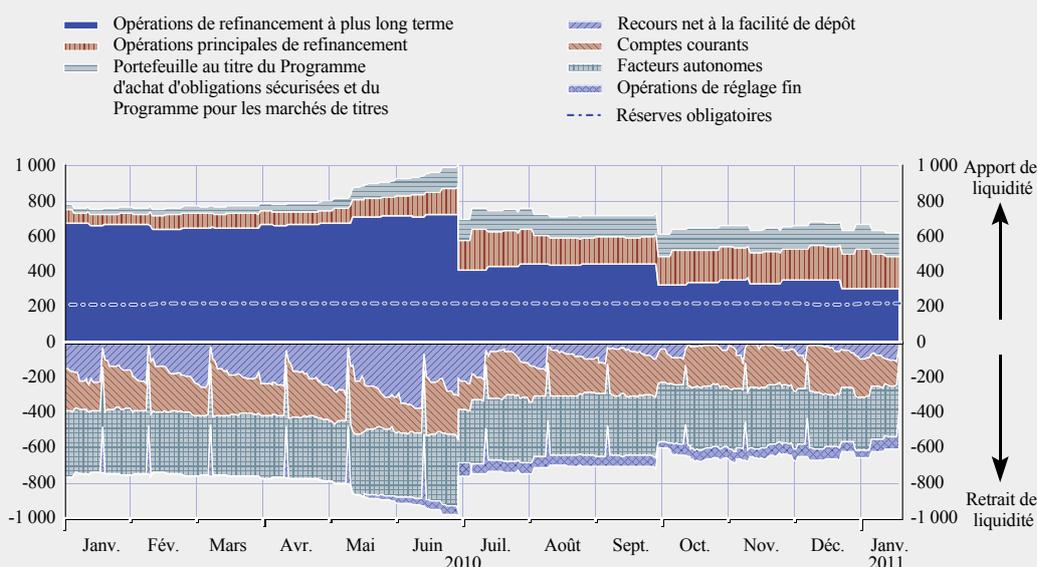
La diminution implicite de l'excédent de liquidité global au cours du second semestre 2010 montre que la réduction du montant total

1 L'opération de refinancement à plus long terme dont l'adjudication a été effectuée le 28 avril 2010 a été menée au taux de soumission minimal de 1 %. Il s'agissait d'une mesure technique et transitoire destinée à éviter que les taux d'adjudication soient inférieurs au taux fixe de l'opération principale de refinancement dans un contexte d'abondance de liquidité. Le montant indicatif de l'adjudication était de 15 milliards d'euros pour cette opération. Étant donné que le montant total de soumissions n'était que de 4,845 milliards d'euros, la BCE a servi toutes les offres. Le taux moyen pondéré de cette opération de refinancement à plus long terme était de 1,15 %.

2 Chiffre légèrement revu à la baisse par rapport au *Rapport annuel 2009*.

Graphique 44 Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2010

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

du refinancement résultant de l'arrivée à échéance des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an – la première le 1^{er} juillet (442,2 milliards d'euros), la deuxième le 30 septembre (75,2 milliards d'euros) et la troisième le 23 décembre (96,9 milliards d'euros) – n'a pas été compensée par une hausse équivalente du volume de l'encours des opérations de refinancement à plus court terme menées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie (cf. graphique 44). Ceci indique que la demande auprès de l'Eurosystème de liquidité à des fins de précaution de la part des contreparties s'est modérée durant l'année.

En 2010, les besoins journaliers de refinancement du système bancaire de la zone euro se sont élevés en moyenne à 557 milliards d'euros, ce qui représente une contraction de 3,5% par rapport à 2009. Cette dernière est principalement imputable à la baisse de 9% des facteurs autonomes, qui sont revenus à 346 milliards d'euros en moyenne. Les réserves obligatoires ont en moyenne légèrement

diminué en 2010, s'établissant à 212 milliards d'euros, contre 216 milliards d'euros en 2009 (cf. graphique 44).

LE SYSTÈME DE RÉSERVES OBLIGATOIRES

Les établissements de crédit de la zone euro doivent détenir des réserves obligatoires sur des comptes courants ouverts auprès de l'Eurosystème. Comme chaque année depuis 1999, les réserves obligatoires équivalaient en 2010 à 2 % de l'assiette des réserves des établissements de crédit et se sont en moyenne élevées à 212 milliards d'euros, soit 2 % de moins que la moyenne de 2009. Le système de réserves obligatoires n'impose pas de taxe au secteur bancaire étant donné que l'Eurosystème rémunère les avoirs de réserve à un taux qui correspond à la moyenne, au cours de chaque période de constitution, des taux marginaux des opérations principales de refinancement (si elles sont menées par voie d'appels d'offres à taux variable) ou au taux fixe des opérations principales de refinancement (dans le cadre de la procédure d'appels d'offres à taux fixe). Parallèlement, ce système remplit deux fonctions importantes au sein du cadre opérationnel

de conduite de la politique monétaire. Premièrement, il contribue à la stabilité des taux d'intérêt du marché monétaire à court terme, dans la mesure où les réserves obligatoires ne doivent être constituées qu'en moyenne au cours de la période de constitution, ce qui permet aux établissements de crédit de lisser les effets des variations temporaires et inattendues de liquidité. Deuxièmement, il accentue le déficit de liquidité du système bancaire, c'est-à-dire le besoin global de refinancement des établissements de crédit auprès de l'Eurosystème. Ce système assure ainsi, dans des conditions de marché normales, une demande de refinancement harmonieuse et prévisible auprès de l'Eurosystème, ce qui facilite le pilotage des taux à court terme du marché monétaire par l'Eurosystème.

LES OPÉRATIONS D'OPEN MARKET

L'Eurosystème recourt actuellement aux opérations principales de refinancement, aux opérations de refinancement à plus long terme, aux opérations de refinancement exceptionnelles et aux opérations de réglage fin pour gérer les conditions de la liquidité sur le marché monétaire. Toutes les opérations de fourniture de liquidité doivent être intégralement adossées à des garanties. Les opérations principales de refinancement sont des opérations régulières, de fréquence hebdomadaire et normalement assorties d'une durée d'une semaine. Ces opérations constituent le principal instrument dont dispose l'Eurosystème pour signaler l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Les opérations de refinancement à plus long terme régulières sont des opérations d'apport de liquidité effectuées mensuellement et assorties d'une durée de trois mois. Le dénouement progressif des mesures non conventionnelles début 2010 a conduit à la suspension des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de trois et de six mois. Toutefois, les opérations de refinancement exceptionnelles, introduites en septembre 2008 et dont la durée est synchronisée avec la période de constitution concernée, ont été maintenues. Les trois opérations de refinancement à plus long terme d'apport de liquidité d'une durée d'un an réglées en 2009 sont

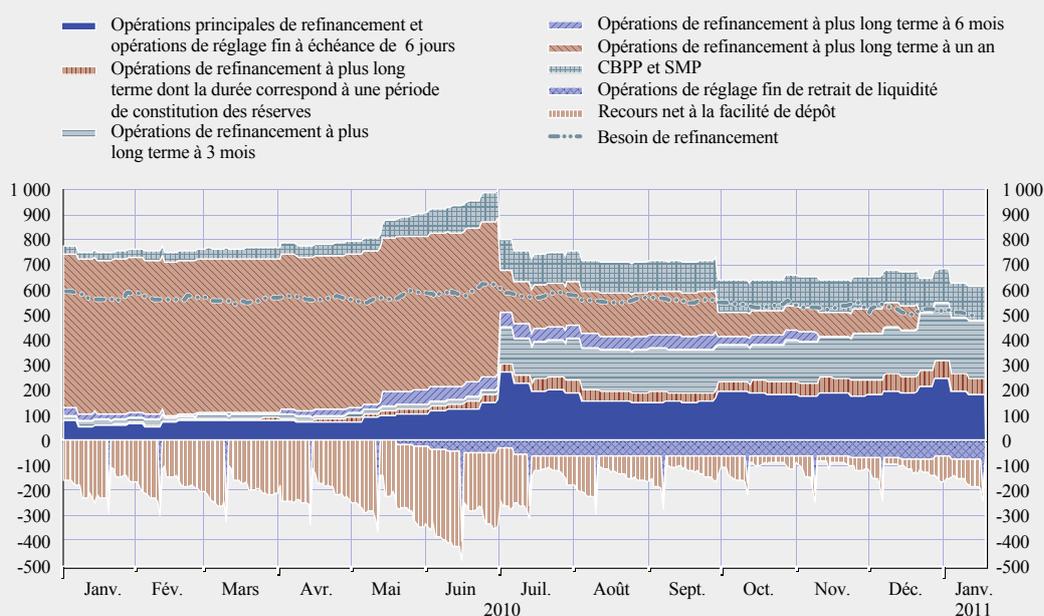
arrivées à échéance le 1^{er} juillet, le 30 septembre et le 23 décembre 2010. Quatre opérations de réglage fin d'apport de liquidité ont été menées le 1^{er} juillet, le 30 septembre, le 11 novembre et le 23 décembre pour lisser l'effet de liquidité des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois et d'un an venant à échéance.

En 2010, les 52 opérations principales de refinancement ont toutes été menées par voie d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le nombre de contreparties éligibles est passé de 2 157 à 2 267 en 2010. En moyenne, 115 contreparties ont participé aux opérations principales de refinancement en 2010, contre 401 en 2009. Le volume moyen alloué lors des opérations principales de refinancement atteignait 133,8 milliards d'euros (cf. graphique 45), contre 149,8 milliards d'euros en 2009. Le volume moyen alloué avant que la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an ne vienne à échéance (88,4 milliards d'euros) était environ moitié moindre que celui alloué durant le second semestre 2010 (179,3 milliards). En 2010, le nombre le plus faible de contreparties (65) à avoir participé à une opération principale de refinancement a été enregistré lors de l'opération réglée le 3 mars, et le volume le plus bas alloué lors d'une telle opération (54 milliards d'euros) l'a été dans le cadre de l'opération réglée le 6 janvier.

Durant le premier semestre de l'année, avant que la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an ne vienne à échéance, le volume journalier total de liquidité alloué dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme, des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et des opérations de refinancement exceptionnelles s'est en moyenne établi à 671 milliards d'euros. Au cours du second semestre de l'année, la moyenne journalière est retombée à 431 milliards d'euros avant que la deuxième opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an ne vienne à échéance le 30 septembre, revenant ensuite à 333 milliards au dernier trimestre de l'année (cf. graphique 45).

Graphique 45 Opérations de politique monétaire : volume des encours

(montants en milliards d'euros)



La participation aux opérations de refinancement exceptionnelles (assorties d'une échéance correspondant à la durée de la période de constitution) a considérablement augmenté dans le courant de l'année, passant d'un volume alloué de 5,7 milliards d'euros en janvier à un volume de 68 milliards en décembre, tandis que la participation des contreparties a été multipliée par huit (de 7 à 56). La participation aux opérations de refinancement à plus long terme régulières assorties d'une échéance de trois mois a été plutôt volatile tout au long de 2010, passant d'un volume alloué minimum de 2 milliards d'euros en mars à un volume alloué maximum de 149 milliards en décembre (avec une moyenne de 45,1 milliards d'euros). Enfin, lors des deux opérations d'une durée de six mois réglées le 1^{er} avril et le 13 mai, les contreparties ont participé pour un montant total de 18 et de 36 milliards d'euros, respectivement (cf. graphique 45).

Les banques centrales de l'Eurosystème ont continué de procéder à des achats fermes d'obligations sécurisées libellées en euros dans

le cadre du programme d'achat d'obligations sécurisées, qui a débuté le 6 juillet 2009. L'objectif d'achat de 60 milliards d'euros sur les marchés primaire et secondaire a été atteint le 30 juin 2010, au terme du programme d'une durée de douze mois. En considérant également le programme pour les marchés de titres, l'Eurosystème a injecté 134,8 milliards d'euros en 2010 par le biais d'achats fermes (cf. graphique 45).

La BCE peut réaliser de façon ponctuelle des opérations de réglage fin d'apport et de retrait de liquidité en vue de gérer les conditions de la liquidité sur le marché et de piloter les taux d'intérêt. La décision du Conseil des gouverneurs d'étendre, à compter du 6 octobre 2008, l'accès aux opérations de réglage fin à toutes les contreparties éligibles aux opérations d'*open market* de l'Eurosystème effectuées par voie d'appels d'offres normaux et qui remplissent certains critères de sélection supplémentaires définis par la banque centrale nationale compétente, est restée d'application en 2010.

Afin de réabsorber la liquidité injectée par le biais du programme pour les marchés de titres, la BCE a mené des opérations de réglage fin de retrait de liquidité sous la forme de reprises hebdomadaires de liquidité en blanc pour un montant hebdomadaire correspondant au volume même du programme. Ces opérations de réglage fin ont été réalisées par voie d'appels d'offres à taux variable, les soumissions étant assorties d'un taux d'intérêt maximal égal à 1 %. De plus, la BCE a effectué des opérations de réglage fin régulières pour résorber le déséquilibre de liquidité le dernier jour des périodes de constitution. Douze opérations de retrait de liquidité d'une durée d'un jour ont été réalisées par voie d'appels d'offres à taux variable, les soumissions étant assorties d'un taux d'intérêt maximal égal au taux fixe des opérations principales de refinancement. En moyenne, 232 milliards d'euros ont été absorbés dans le cadre de ces opérations, auxquelles ont participé 171 contreparties (cf. graphique 45).

LES FACILITÉS PERMANENTES

Les contreparties peuvent, de leur propre initiative, recourir aux deux facilités permanentes pour obtenir de la liquidité au jour le jour en échange d'actifs éligibles ou pour constituer des dépôts au jour le jour auprès de l'Eurosystème. Fin 2010, 2 395 contreparties ont eu accès à la facilité de prêt marginal et 2 789 à la facilité de dépôt.

Les taux appliqués à ces facilités constituent un corridor pour le taux au jour le jour et remplissent dès lors une fonction importante pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Le corridor formé par les taux des deux facilités permanentes, d'une largeur de 150 points de base, a été maintenu symétriquement autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, lequel est resté inchangé à 1 %. Cette mesure a été prise pour s'assurer que le taux de la facilité de dépôt reste supérieur à zéro, continuant de ce fait à encourager les contreparties à négocier sur le marché au jour le jour des opérations en blanc.

Le recours à la facilité de dépôt est demeuré élevé, en particulier durant le deuxième trimestre 2010,

lorsqu'un nouveau record de 384,3 milliards d'euros a été enregistré (le 11 juin). Le recours journalier moyen à la facilité de dépôt s'est établi à 145,9 milliards d'euros (contre 208,5 milliards au cours de la période allant du 9 octobre au 31 décembre 2008, et 109 milliards en 2009). Cependant, le recours à la facilité de dépôt a affiché un repli significatif et constant au cours du second semestre de l'année. En 2010, le recours à la facilité de dépôt a suivi une tendance assez similaire durant chaque période de constitution de réserves : les montants afférents à la facilité de dépôt étaient plus faibles au début de chaque période mais augmentaient par la suite à mesure que davantage de contreparties remplissaient leurs obligations de réserves.

Le recours journalier moyen à la facilité de prêt marginal s'est élevé à 0,62 milliard d'euros (contre 1 milliard en 2009). Ce nouveau recul peut confirmer une réduction de l'incertitude planant sur les besoins de refinancement des banques individuelles, une amélioration du fonctionnement du marché interbancaire au jour le jour des opérations en blanc et, cette année en particulier, l'ampleur des adjudications dans le cadre des opérations de refinancement.

LES ACTIFS ADMIS EN GARANTIE DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Conformément aux statuts du SEBC et aux pratiques des banques centrales à travers le monde, toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème s'appuient sur des garanties appropriées. Ce concept d'adéquation vise, d'une part, à éviter à l'Eurosystème d'encourir des pertes en accordant des crédits et, d'autre part, à assurer qu'un large éventail de contreparties disposent de garanties suffisantes, de sorte que l'Eurosystème soit en mesure de fournir le montant de liquidité qu'il juge nécessaire dans le cadre de ses opérations de politique monétaire et sous la forme de crédit intrajournalier octroyé lors des opérations traitées par les systèmes de paiement. C'est pour ces raisons qu'une large gamme d'actifs est acceptée en garantie par l'Eurosystème dans toutes ses opérations de crédit. Cet élément du dispositif de garanties de l'Eurosystème, associé au fait que l'accès à ses

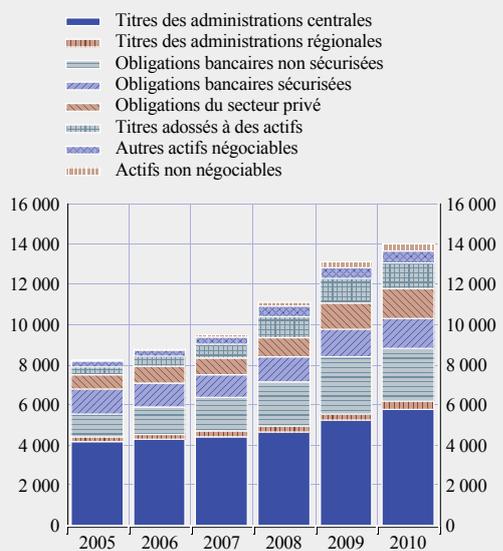
opérations d'*open market* est accordé à un large éventail de contreparties, a fortement contribué à la mise en œuvre de la politique monétaire en période de tension. Grâce à la flexibilité de son cadre opérationnel, l'Eurosystème a été en mesure de fournir la liquidité nécessaire pour répondre au fonctionnement défaillant du marché monétaire sans rencontrer de graves contraintes de garanties durant la crise financière. Les mesures temporaires visant à étendre la liste des garanties éligibles introduites fin 2008 ont été maintenues jusqu'à fin 2010.

En 2010, la valeur moyenne des actifs éligibles admis en garantie a augmenté de 7 % par rapport à 2009, atteignant un montant total de 14 000 milliards d'euros (cf. graphique 46). Les créances sur les administrations publiques ont représenté 41 % du total, soit un montant de 5 800 milliards d'euros, le reste prenant la forme d'obligations bancaires non sécurisées (2 700 milliards ou 19 %), d'obligations bancaires sécurisées (1 500 milliards ou 11 %), d'obligations émises par le secteur privé (1 500 milliards ou 11 %), de titres adossés à des

actifs (ABS) (1 300 milliards ou 9 %), et d'autres obligations (600 milliards ou 4 %), telles que les titres émis par les institutions supranationales. Le volume total des actifs négociables devenus éligibles en raison des mesures temporaires introduites en 2008, s'élevait à 1 300 milliards d'euros fin 2010. La liste des actifs éligibles comprend également des actifs non négociables, essentiellement des créances sous la forme de crédits (aussi appelées « prêts bancaires »). À la différence de celui des actifs négociables, le caractère éligible des créances sous la forme de crédits est impossible à évaluer tant qu'elles ne sont pas enregistrées auprès de l'Eurosystème. C'est pourquoi leur volume n'est pas facilement mesurable. Après prise en compte de cette réserve, le montant des actifs non négociables remis par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème a atteint 400 milliards d'euros en 2010, ce qui représente 3 % du montant total des actifs éligibles dans l'Eurosystème. Le seuil de qualité du crédit plus bas introduit temporairement pour élargir la liste des garanties éligibles a aussi été appliqué aux actifs non négociables.

Graphique 46 Garanties éligibles par types d'actifs

(montants en milliards d'euros ; moyennes annuelles)

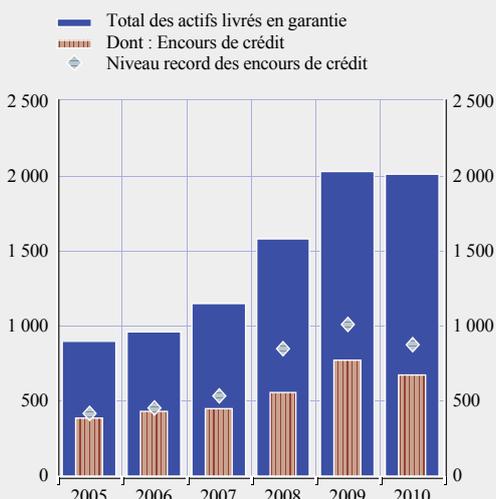


Source : BCE

La valeur moyenne des actifs négociables et non négociables remis par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème a légèrement diminué, revenant de 2 034 milliards d'euros en 2009 à 2 010 milliards en 2010. Cette contraction est principalement imputable à la baisse moyenne des besoins de refinancement des contreparties tout au long de 2010. Toutefois, en dépit de cette atténuation des besoins de refinancement, les contreparties ont globalement conservé un nombre aussi élevé de garanties supplémentaires auprès de l'Eurosystème qu'elles ne l'ont fait en réponse aux turbulences sur les marchés financiers (cf. graphique 47). C'est pourquoi la part des actifs éligibles qui n'a pas été mobilisée pour couvrir les crédits émanant des opérations de politique monétaire a atteint un niveau nettement plus élevé que lors des années précédentes. Cette situation suggère qu'un déficit d'actifs éligibles n'a pas été une contrainte systémique pour les contreparties de l'Eurosystème au niveau agrégé.

Graphique 47 Actifs livrés en garantie dans les opérations de crédit de l'Eurosystème comparés aux encours de crédit dans les opérations de politique monétaire¹⁾

(montants en milliards d'euros)

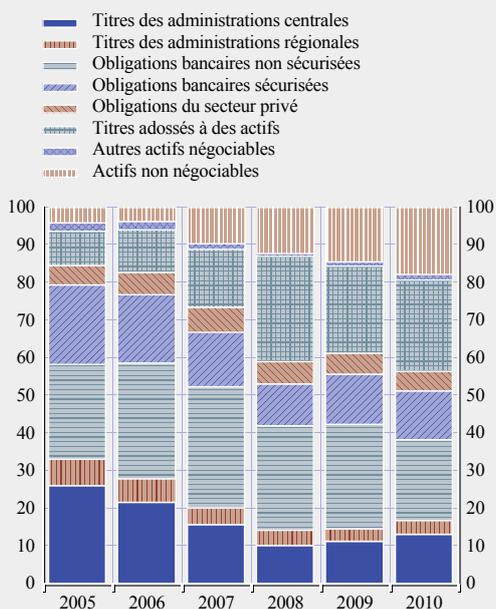


Source : BCE

1) Les actifs livrés en garantie sont les actifs déposés en garantie dans les pays ayant adopté un système de mise en réserve commune et les actifs utilisés en garantie dans les pays pratiquant un système d'affectation des garanties.

Graphique 48 Répartition par types d'actifs (y compris les créances privées) livrés en garantie

(en pourcentage ; moyennes annuelles)



Source : BCE

S'agissant de la ventilation des actifs remis en garantie (cf. graphique 48), la part moyenne des titres adossés à des actifs a légèrement progressé, passant de 23 % en 2009 à 24 % en 2010, devenant de ce fait la principale catégorie d'actifs remis en garantie à l'Eurosystème, tandis que le montant total présenté est demeuré stable. Les obligations bancaires non sécurisées sont revenues à 21 % des actifs remis en garantie en 2010. Les actifs non négociables ont encore gagné en importance, leur part passant de 14 % en 2009 à 18 % en 2010. En outre, à la suite notamment de la crise de la dette souveraine dans certains pays de la zone euro, la part moyenne des obligations émises par les administrations centrales s'est établie à 13 % en 2010, contre 11 % en 2009. Les catégories d'actifs temporairement éligibles jusqu'à fin 2010 ont représenté quelque 1 % de l'ensemble des actifs négociables remis en garantie fin 2010.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

L'Eurosystème atténue le risque de défaillance d'une contrepartie lié à ses opérations de crédit en exigeant de ses contreparties qu'elles fournissent des garanties adéquates. Toutefois, l'Eurosystème est toujours exposé à un certain nombre de risques financiers en cas de défaillance d'une contrepartie, y compris les risques de crédit, de marché et de liquidité. En outre, l'Eurosystème est exposé à des risques de change dans le cadre des opérations d'apport de liquidité en devises contre remise de garanties en euros, lorsqu'elles sont menées. En vue de limiter tous ces risques à des niveaux acceptables, l'Eurosystème maintient des critères de qualité de signature élevée pour les actifs admis en garantie, évalue les garanties sur une base journalière et applique des mesures appropriées de contrôle des risques. La création du nouveau Comité de gestion des risques a contribué à l'amélioration du cadre de gestion des risques de l'Eurosystème (cf. également les sections 1.5 et 1.6 du chapitre 10).

Par souci de prudence, l'Eurosystème a établi un volant de sécurité pour couvrir les pertes potentielles résultant d'une résolution définitive

des garanties apportées par des contreparties ayant fait défaut ; son niveau est réexaminé chaque année dans l'attente de la cession totale des garanties et conformément aux perspectives de recouvrement. Plus généralement, les risques financiers liés aux opérations de crédit sont quantifiés et communiqués régulièrement aux organes de décision de la BCE.

En 2010, la BCE a apporté une série d'adaptations à ses critères d'éligibilité ainsi qu'au dispositif de contrôle des risques. Le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir le seuil minimum de qualité du crédit pour les actifs négociables et non négociables du dispositif de garanties de l'Eurosystème au niveau de la catégorie dite *investment grade* (BBB-/Baa3) au delà de fin 2010, sauf pour les titres adossés à des actifs. Par conséquent, la BCE a annoncé le 8 avril 2010 et publié le 28 juillet 2010 un nouveau barème dans lequel les décotes sont dûment graduées en fonction des différences entre les maturités, les catégories de liquidité et la qualité de crédit des actifs concernés, sur la base d'une évaluation actualisée des caractéristiques des actifs éligibles en termes de risque et de l'utilisation effective de ces actifs par les contreparties. Par ailleurs, certains changements ont été apportés à la définition des catégories de liquidité auxquelles sont affectés les actifs négociables et à l'application de valorisations minorées supplémentaires pour les actifs dont la valeur est calculée de façon théorique. Le nouveau barème est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2011.

Le 3 mai 2010, le Conseil des gouverneurs a suspendu, jusqu'à nouvel avis, l'application, dans le cas des titres de créance négociables émis ou garantis par l'État grec, du seuil minimum de notation du crédit requis pour l'éligibilité des actifs admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. Cette décision résulte, également du point de vue de la gestion des risques, de l'évaluation positive par le Conseil des gouverneurs du programme d'ajustement économique et financier, qui a été négocié avec la Commission européenne et le FMI, en

collaboration avec la BCE, et approuvé par le gouvernement grec, et de l'engagement fort du gouvernement grec d'appliquer intégralement ce programme.

Le 9 octobre 2010, le Conseil des gouverneurs a décidé d'apporter de nouvelles modifications au cadre de mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro. Ces changements comprenaient des dispositions plus claires et plus strictes applicables à l'éligibilité des ABS, l'introduction d'exemptions supplémentaires à l'interdiction des liens étroits, l'amélioration de la formulation relative à la suspension, la limitation ou l'exclusion de contreparties et d'actifs en vertu du principe de prudence ou en cas de défaillance, et des clarifications concernant le traitement des cas où une contrepartie ne livre pas de garanties suffisantes dans le cadre d'une opération d'apport de liquidité.

Afin d'accroître la transparence du marché des ABS, permettant ainsi de mieux étayer les évaluations du risque pour ces actifs et contribuant à restaurer la confiance dans les marchés de titrisation, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 16 décembre 2010, de mettre en place des obligations d'information prêt par prêt pour les ABS dans le cadre du dispositif de garanties de l'Eurosystème. Le Conseil des gouverneurs prévoit d'introduire ces obligations dans un délai d'environ 18 mois à compter de la date susmentionnée, dans un premier temps pour les titres adossés à des crédits hypothécaires sur des particuliers puis, progressivement, pour les autres ABS.

Lorsque les intervenants de marché auront aménagé l'infrastructure nécessaire à la gestion des données pour faciliter leur traitement, leur vérification et leur transmission, la communication d'informations prêt par prêt deviendra un critère d'éligibilité pour les instruments concernés. L'Eurosystème continuera d'accepter des titres ne respectant pas les nouveaux critères d'information jusqu'à l'entrée en vigueur de l'obligation de transmettre les informations relatives aux prêts sous-jacents.

1.2 LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES OPÉRATIONS MENÉES AVEC D'AUTRES BANQUES CENTRALES

En 2010, l'Eurosystème n'a procédé à aucune intervention sur le marché des changes. Par ailleurs, la BCE n'a effectué aucune opération de change dans une des monnaies participant au mécanisme de change II. L'accord permanent entre la BCE et le FMI, visant à faciliter la réalisation d'opérations en droits de tirage spéciaux (DTS) par le FMI pour le compte de la BCE avec d'autres détenteurs de DTS, n'a été activé qu'à une seule reprise en 2010.

Le dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de *swap*) que la BCE a mis en place avec le Système fédéral de réserve en 2007 pour répondre aux tensions affectant les marchés européens de financement en dollars a expiré le 1^{er} février 2010. En liaison avec le dispositif temporaire d'adjudication en dollars du Système fédéral de réserve et en étroite coopération avec d'autres banques centrales, l'Eurosystème a fourni les financements libellés en dollars reçus *via* cet accord de *swap* à ses contreparties contre des garanties éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème. En janvier 2010, l'Eurosystème a mené quatre opérations sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, assorties d'une échéance de sept jours. La décision de suspendre l'accord de *swap* a été prise dans le contexte d'une amélioration des conditions sur les marchés financiers en 2009. Cependant, le 10 mai, l'accord de *swap* temporaire a été réactivé dans le cadre d'un ensemble de mesures adoptées pour répondre aux graves tensions sur certains compartiments de marché qui ont resurgi à la suite de la crise de la dette souveraine dans certains pays de la zone euro. En particulier, la réactivation était destinée à atténuer les tensions sur les marchés de financement en dollars des États-Unis et à empêcher leur propagation à d'autres marchés. Ces opérations ont pris la forme d'opérations de pension et ont été effectuées par le biais d'une procédure d'appels d'offres à taux

fixe, la totalité des soumissions étant servie. Entre mai 2010 et le 25 février 2011, l'Eurosystème a mené 32 opérations d'une durée de 7 jours, ainsi qu'une opération d'une durée de 14 jours le 22 décembre et une opération d'une durée de 84 jours le 18 mai.

L'Eurosystème a continué à fournir des liquidités en francs suisses à ses contreparties par le biais de quatre opérations de *swaps* de change à une semaine en janvier 2010. Ces opérations ont été menées sous la forme de *swaps* de change EUR/CHF à un prix fixé et pour un montant maximal adjugé déterminé par la BCE en coopération avec la Banque nationale suisse. Le 18 janvier 2010, la BCE a annoncé que le Conseil des gouverneurs avait décidé, en accord avec la Banque nationale suisse, de suspendre après le 31 janvier 2010 les opérations de *swaps* de change à une semaine visant à fournir des liquidités en francs suisses. Cette décision a été prise dans le contexte d'une diminution de la demande de liquidités et de l'amélioration de la situation sur les marchés monétaires.

Dans le cadre de la coopération entre banques centrales, la BCE et la Bank of England ont annoncé le 17 décembre 2010 la mise en place d'un dispositif temporaire d'échange de devises (accord de *swap*), en vertu duquel la Bank of England pourrait fournir, le cas échéant, jusqu'à 10 milliards de livres sterling à la BCE en échange d'euros. Cet accord, qui viendra à expiration fin septembre 2011, permet de mettre des livres sterling à disposition de la Central Bank of Ireland à titre de précaution, afin qu'elle puisse répondre à tout besoin temporaire de liquidité du système bancaire dans cette monnaie. Ce dispositif n'a pas été utilisé en 2010.

Le 31 décembre 2010, une opération de pension d'apport de liquidité, d'un montant de 1,8 milliard d'euros et d'une durée de trois jours, a été réglée. La BCE l'a effectuée dans le cadre des dispositifs d'apport de liquidité mis en place avec des banques centrales n'appartenant pas à la zone euro.

1.3 LE PROGRAMME POUR LES MARCHÉS DE TITRES

Le Conseil des gouverneurs a décidé en mai 2010 de mettre en place le programme pour les marchés de titres. Ce programme temporaire et toujours en cours a pour objectif de remédier au dysfonctionnement de certains compartiments des marchés de titres de créance de la zone euro et de rétablir un mécanisme approprié de transmission de la politique monétaire. En pratique, le programme est mis en œuvre par les gestionnaires de portefeuille de l'Eurosystème qui procèdent à des achats de certains titres de créance de la zone euro lors d'interventions sur les marchés. Le 31 décembre 2010, l'Eurosystème avait acheté des titres dans le cadre du programme pour un montant total de quelque 73,5 milliards d'euros³.

Afin de réabsorber la liquidité injectée par le biais du programme pour les marchés de titres, la BCE a mené des opérations de réglage fin de retrait de liquidité sous la forme de reprises hebdomadaires de liquidité en blanc pour un montant hebdomadaire correspondant au volume même du programme (cf. la section intitulée « Les opérations d'*open market* » du présent chapitre).

1.4 LE PROGRAMME D'ACHAT D'OBLIGATIONS SÉCURISÉES

Les achats réalisés dans le cadre d'un autre programme, le programme d'achat d'obligations sécurisées, se sont achevés fin juin. L'Eurosystème a acheté un montant nominal de 60 milliards d'euros dans le cadre de ce programme durant la période de mise en œuvre d'un an, du 6 juillet 2009 au 30 juin 2010. Ce programme, qui constituait une pierre angulaire de la politique de soutien renforcé du crédit de la BCE, avait pour objectif de contribuer au redressement du marché des obligations sécurisées. Un des principaux signes attestant la réussite du programme est la reprise notable de l'activité sur le marché primaire des obligations sécurisées. Entre l'annonce du programme et son achèvement, 175 nouvelles émissions d'obligations sécurisées

éligibles et 55 émissions en continu d'obligations sécurisées éligibles en circulation ont eu lieu, pour un montant global d'environ 184 milliards d'euros⁴. Depuis mars 2010, l'Eurosystème a mis à disposition son portefeuille d'obligations sécurisées acquises dans le cadre du programme à des fins de prêts aux contreparties éligibles contre remise de garanties éligibles. Bien que le montant de titres prêtés ne soit pas considérable, la mise à disposition des titres détenus dans le cadre du programme à des fins de prêts apporte une contribution positive au bon fonctionnement du marché.

1.5 LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT

Les activités de placement de la BCE autres que celles liées au programme pour les marchés de titres et au programme d'achat d'obligations sécurisées (cf. ci-avant) sont organisées de façon à garantir qu'aucune information privilégiée concernant les choix stratégiques ne puisse être utilisée lors de la prise de décisions en matière de placement. Un ensemble de règles et de procédures, connues sous le nom de « muraille de Chine », ont été mises en place pour éviter que des informations privilégiées relatives aux politiques monétaire et de change de la BCE et d'autres banques centrales ne parviennent au personnel de la division Placements de la BCE ou au personnel des BCN participant aux activités de placement de la BCE. Si des informations privilégiées venaient à être transmises à ce personnel, expressément ou non, les activités de placement de la BCE pourraient

3 Pour de plus amples informations sur le programme pour les marchés de titres, cf. le communiqué de presse de la BCE du 10 mai 2010, la décision de la BCE du 14 mai 2010 instaurant un programme pour les marchés de titres ainsi que les données publiées dans les situations financières hebdomadaires de l'Eurosystème

4 Pour de plus amples informations sur le programme d'achat d'obligations sécurisées, cf. les rapports mensuels sur le programme publiés entre août 2009 et juin 2010, l'encadré intitulé *Évolutions du marché des obligations sécurisées et programme d'achat d'obligations sécurisées* du Bulletin mensuel de la BCE d'août 2010 ainsi que l'étude de la BCE n° 122 intitulée *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*, et publiée en janvier 2011

être suspendues totalement ou partiellement, ce qui signifie que la composition des portefeuilles de placement de la BCE ne peut pas varier par rapport à leur référence respective.

LA GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE

Le portefeuille de réserves de change de la BCE se composait initialement des avoirs de réserve qui lui avaient été transférés par les BCN de la zone euro. Avec le temps, sa composition reflète les variations de la valeur de marché des actifs investis, ainsi que les opérations sur or et de change de la BCE. Le portefeuille de réserves de change de la BCE a pour principal objet de garantir qu'en cas de besoin, l'Eurosystème dispose d'un montant suffisant de liquidité susceptible d'être mobilisé lors de ses opérations de change faisant intervenir des devises de pays hors UE. Les objectifs de gestion de portefeuille des réserves de change de la BCE sont, par ordre d'importance, la liquidité, la sécurité et le rendement.

Le portefeuille de réserves de change de la BCE se compose de dollars des États-Unis, de yens japonais, d'or et de DTS. Les réserves de change en dollars des États-Unis et en yens japonais sont activement gérées par la BCE et les BCN de la zone euro qui souhaitent participer à cette activité, agissant en tant que mandataires de la BCE. Un « modèle de spécialisation par devise » a été introduit en janvier 2006 pour accroître l'efficacité des opérations de placement au sein de la BCE. Conformément à ce modèle, chaque BCN qui souhaite participer à la gestion des réserves de change de la BCE, ou groupe de BCN agissant conjointement, se voit attribuer soit une part du portefeuille en dollars des États-Unis, soit une part de celui en yens japonais⁵. L'Eesti Pank a manifesté son souhait de participer aux activités de gestion des réserves de change de la BCE et a mis en commun ses activités avec la Suomen Pankki – Finlands Bank, les deux BCN gérant conjointement une part du portefeuille libellé en yens japonais de la BCE pour le compte de celle-ci.

La valeur des avoirs nets de réserve de change de la BCE⁶ aux taux de change courants et aux

prix du marché est passée de 51 milliards d'euros fin 2009 à 60,6 milliards fin 2010, dont 43,2 milliards en devises – yen japonais et dollar des États-Unis – et 17,4 milliards en or et en DTS. Sur la base des taux de change en vigueur fin 2010, les actifs en dollars des États-Unis ont représenté 76 % des réserves de change, tandis que ceux en yens japonais en ont représenté 24 %. L'augmentation de 13 % de la valeur du portefeuille de devises est principalement attribuable à l'appréciation du yen japonais (de 22,6 %) et du dollar des États-Unis (de 7,8 %) par rapport à l'euro au cours de l'année, ainsi qu'à la contribution positive des plus-values et des revenus d'intérêts générés par les activités de gestion du portefeuille. La valeur de l'or et des DTS s'est accrue de quelque 37 %. Cette hausse s'explique, dans une large mesure, par l'appréciation de l'or de 38 % environ en 2010, exprimée en euros. En 2010, les avoirs en or de la BCE n'ont pas changé, mais ils ont progressé début 2011 lorsque l'Eesti Pank a transféré de l'or à la BCE dans le cadre du transfert d'avoirs de réserve de change à la BCE.

En 2010, la liste des instruments éligibles dans lesquels les réserves de change de la BCE peuvent être investies est demeurée inchangée. En octobre, un programme automatique de gestion de prêts de titres pour les actifs de la BCE libellés en dollars des États-Unis a été lancé sur la part du portefeuille gérée par la Deutsche Bundesbank pour le compte de la BCE.

LA GESTION DES FONDS PROPRES

Le portefeuille de fonds propres de la BCE comprend le capital libéré investi, des montants détenus dans le fonds de réserve général, ainsi que la provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or.

5 Pour plus de détails, cf. l'article intitulé *Gestion de portefeuille à la BCE* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'avril 2006

6 Les avoirs nets de réserve de change se définissent comme les avoirs officiels de change, à l'exclusion de la valeur nette au prix du marché des *swaps* de change, plus les dépôts en devises auprès des résidents, moins les prélèvements nets futurs prédéterminés sur les encaisses en devises concernant les opérations de pension et les opérations à terme. Pour des informations détaillées, cf. le site internet de la BCE

Ce portefeuille a pour objet de doter la BCE des revenus nécessaires à la couverture de ses charges d'exploitation. L'objectif de gestion de ce portefeuille est de maximiser les rendements attendus, sous la contrainte de ne pas essuyer de pertes pour un seuil de confiance donné. Le portefeuille est investi en actifs à revenu fixe libellés en euros.

La valeur du portefeuille aux prix du marché est passée de 11,8 milliards d'euros fin 2009 à 13,3 milliards fin 2010. La hausse de la valeur de marché est imputable à l'augmentation du capital libéré de la BCE à compter du 29 décembre 2010 ainsi qu'aux rendements des investissements.

En 2010, la liste des instruments éligibles dans lesquels le portefeuille de fonds propres de la BCE peut être investi est demeurée inchangée.

Afin de respecter la « muraille de Chine » établie à la BCE, la mise en œuvre du programme pour les marchés de titres et du programme d'achat d'obligations sécurisées a conduit en 2010 à un gel partiel des activités de placement liées au portefeuille de fonds propres de la BCE.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

Les risques financiers auxquels est exposée la BCE dans ses activités de placement sont étroitement suivis et mesurés en vue de les maintenir dans les limites définies par les organes de décision de la BCE. Un dispositif exhaustif de limites a été mis en place à cet effet et ces dernières font l'objet d'un suivi quotidien. Des rapports réguliers permettent à toutes les parties concernées d'être adéquatement informées du niveau de tels risques.

En 2010, la BCE a continué à développer l'infrastructure TI supportant la structure de gestion des risques pour ses opérations de placement. Cette structure, qui avait été étendue afin de couvrir le portefeuille d'obligations sécurisées achetées par la BCE dans le cadre du programme d'achat d'obligations sécurisées, couvre désormais aussi le programme pour les marchés de titres.

Un des indicateurs utilisés pour mesurer l'exposition au risque de marché est le risque potentiel de perte maximale (*value-at-risk* – VaR), qui est une estimation de la perte maximale possible pour un seuil de confiance donné sur un horizon d'investissement donné. La valeur de cet indicateur dépend d'une série de paramètres intervenant dans le calcul, en particulier le seuil de confiance, la longueur de l'horizon temporel et l'échantillon utilisé pour estimer la volatilité des prix des actifs. À titre d'illustration, le VaR du portefeuille de placement de la BCE, de celui du programme d'achat d'obligations sécurisées et de celui du programme pour les marchés de titres, au 31 décembre 2010, serait de 10 867 millions d'euros pour un seuil de confiance de 95 %, un horizon temporel d'un an et un échantillon d'un an pour la mesure de la volatilité des prix des actifs. Ce VaR reviendrait à 10 427 millions d'euros pour un échantillon de cinq ans (au lieu d'un an). La majeure partie de ces risques de marché est imputable à des risques de fluctuation des taux de change et du cours de l'or. Le faible risque de taux d'intérêt dans les portefeuilles de placement de la BCE reflète leur sensibilité relativement faible en 2010.

Le niveau global des risques auxquels est exposée la BCE s'est inscrit en hausse en raison de la volatilité accrue des taux de change, des taux d'intérêt et des cours de l'or ainsi que du risque de crédit plus élevé. C'est l'une des raisons principales qui ont conduit la BCE à augmenter son capital souscrit de 5 milliards d'euros à compter du 29 décembre 2010. Le niveau maximal des provisions et des réserves de la BCE étant égal à celui du capital libéré, cette décision permettra au Conseil des gouverneurs de relever ses provisions d'un montant équivalent à l'augmentation du capital et, partant, de renforcer les volants de sécurité financière de la BCE.

2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES

L'Eurosystème a pour mission statutaire de promouvoir le fonctionnement sans heurt des systèmes de paiement. Les systèmes de paiement tout comme ceux de compensation et de règlement-livraison de titres sont des infrastructures fondamentales nécessaires au fonctionnement harmonieux des économies de marché. Ils sont indispensables afin de garantir l'efficacité des flux de paiement des biens, des services et des actifs financiers, et leur bon fonctionnement est essentiel à la mise en œuvre de la politique monétaire d'une banque centrale et au maintien de la stabilité financière et de la confiance envers la monnaie, le système financier et l'économie en général. Pour mener à bien cette mission, l'Eurosystème adopte une triple approche : il exerce un rôle opérationnel, conduit des activités de surveillance et agit en qualité de catalyseur (pour de plus amples informations concernant les deuxième et troisième volets, cf. les sections 3 et 4 du chapitre 4).

Dans l'exercice de son rôle opérationnel, l'Eurosystème peut, conformément aux statuts du SEBC, fournir des dispositifs destinés à garantir l'efficacité et la sûreté des systèmes de compensation et de paiement. À cette fin, l'Eurosystème exploite le système TARGET2 et le modèle de banque centrale correspondante (MBCC/CCBM), développe le système TARGET2-Titres (*TARGET2-Securities* – T2S) et s'applique à mettre en place une nouvelle mouture du système *Collateral Central Bank Management* (CCBM2).

2.1 LE SYSTÈME TARGET2

L'Eurosystème utilise le système TARGET2 pour les paiements de montant élevé et urgents en euros. TARGET2 joue un rôle de premier plan dans la conduite de la politique monétaire unique et le fonctionnement du marché monétaire en euros. Ce système fournit un service de règlement en temps réel en monnaie de banque centrale et une large couverture de marché. Il traite les opérations urgentes et de montant élevé, sans aucune limite minimale

ou maximale, et a également attiré une grande diversité d'autres paiements.

Le système repose sur une infrastructure technique unique, la plate-forme unique partagée (*Single Shared Platform* – SSP). Trois banques centrales de l'Eurosystème – la Banca d'Italia, la Banque de France et la Deutsche Bundesbank – fournissent conjointement la SSP et la gèrent pour le compte de l'Eurosystème.

En décembre 2010, TARGET2 comptait 928 participants directs. Le nombre total de banques (y compris les succursales et les filiales) avec lesquelles TARGET2 permet de traiter à l'échelle mondiale est demeuré stable, de l'ordre de 52 000. De plus, TARGET2 a procédé au règlement des positions de 67 systèmes exogènes.

LES OPÉRATIONS DE TARGET2

Le système TARGET2 a fonctionné sans heurt en 2010 et a assuré le règlement d'un grand nombre de paiements en euros. La part de marché du système a légèrement progressé puisque 91 % de la valeur totale des paiements de montant élevé en euros sont traités *via* TARGET2. En 2010, le système a assuré le règlement de 88 591 926 transactions au total, ce qui correspond à une moyenne quotidienne de 343 380 transactions. En comparaison de l'année précédente, le volume global de transactions a peu varié, affichant une hausse marginale de 0,1 %. La valeur totale des transactions effectuées par l'intermédiaire de TARGET2 s'est élevée à 593 194 milliards d'euros en 2010, soit une moyenne de 2 299 milliards d'euros par jour. Par rapport à 2009, la valeur globale des transactions qui ont transité par le système a crû de 7,6 %. Le tableau 12 synthétise les flux de paiements exécutés dans le système TARGET2 en 2010 et les compare avec ceux de l'année précédente.

En 2010, la disponibilité⁷ globale de TARGET2 a atteint 99,68 % et n'a été affectée que par des

⁷ Le niveau de disponibilité correspond à la mesure dans laquelle les participants ont eu la possibilité d'utiliser le système TARGET2 sans incident pendant les heures d'ouverture.

Tableau 12 Flux de paiements dans TARGET2¹⁾

En valeur (en milliards d'euros)	2009	2010	Variations (en pourcentage)
Ensemble des paiements dans TARGET2			
Total	551 174	593 194	7,6
Moyenne quotidienne	2 153	2 299	6,8
En volume (nombre de transactions)	2009	2010	Variations (en pourcentage)
Ensemble des paiements dans TARGET2			
Total	88 517 321	88 591 926	0,1
Moyenne quotidienne	345 771	343 380	-0,7

Source : BCE
1) 256 jours de fonctionnement en 2009 et 258 en 2010

incidents liés aux systèmes nationaux de comptes propres⁸, alors que la SSP proprement dite a atteint une disponibilité de 100 %. La totalité des paiements effectués *via* la SSP l'ont été dans un délai de cinq minutes. Les performances très positives du système, qui n'ont cessé de s'améliorer depuis la migration vers TARGET2, ont suscité la satisfaction des participants.

LA COOPÉRATION AVEC LES UTILISATEURS DE TARGET2

L'Eurosystème maintient d'étroites relations avec les utilisateurs de TARGET2. Des réunions ont été organisées régulièrement en 2010 entre les BCN et les groupes d'utilisateurs nationaux de TARGET2. En outre, des réunions mixtes du *Working Group* de l'Eurosystème sur TARGET2 et du *TARGET Working Group*, qui rassemble des associations européennes du secteur du crédit, ont été organisées tous les trimestres afin de débattre de questions opérationnelles liées à TARGET2 au niveau paneuropéen. Les aspects stratégiques ont été examinés au sein du *Contact Group on Euro Payments Strategy* (Groupe de contact sur la stratégie des paiements en euros), une enceinte à laquelle participent des responsables de haut niveau des banques centrales et des banques commerciales.

LA GESTION DES NOUVELLES VERSIONS DU SYSTÈME

L'Eurosystème attache la plus grande importance au développement de TARGET2 dans le but de continuer à améliorer le niveau du service offert et de répondre aux besoins de ses participants. En octobre 2010, l'Eurosystème a sondé les utilisateurs concernant une stratégie éventuelle destinée à améliorer la conformité de TARGET2 avec la norme ISO 20022.

Le 22 novembre 2010, la quatrième version de la SSP a été lancée⁹. La principale innovation de cette version a consisté en l'introduction d'un accès en ligne à TARGET2. Il s'agit d'un accès direct supplémentaire aux services-clés de TARGET2, qui ne nécessite pas pour autant une connexion au réseau SWIFT. L'Eurosystème a développé cet accès en ligne afin de répondre aux besoins des banques de petite et de moyenne tailles.

En novembre 2010, l'Eurosystème a également finalisé le contenu de la cinquième version du système, dont le lancement est prévu pour le 21 novembre 2011. Cette version comprendra la mise en place d'un réseau reliant les banques centrales participantes qui leur donnera un accès direct aux principaux services de TARGET2 dans l'éventualité d'une interruption de SWIFT et proposera bien d'autres améliorations souhaitées par les utilisateurs.

LES PAYS PARTICIPANT À TARGET2

L'ensemble des pays de la zone euro participent à TARGET2 étant donné que son utilisation est obligatoire pour le règlement de tous les ordres de paiement liés aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème. En 2002, le

⁸ Les systèmes *Proprietary home accounting* (PHA), *via* lesquels certaines transactions de paiement sont autorisées jusqu'en mai 2012, sont utilisés par plusieurs banques centrales nationales.

⁹ Les mises à jour du système introduites par cette version figurent dans l'orientation BCE/2010/12 du 15 septembre 2010 modifiant l'orientation BCE/2007/2 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2). Cette orientation tient également compte des adaptations techniques découlant de l'entrée en vigueur du Traitée.

Conseil des gouverneurs de la BCE a confirmé le droit des BCN extérieures à la zone euro de se connecter au système TARGET sur une base volontaire afin de faciliter le règlement des opérations libellées en euros dans ces pays. D'un point de vue juridique et économique, chaque banque centrale est responsable de la gestion de sa composante du système et du maintien des relations avec ses participants. De plus, certaines institutions financières implantées dans d'autres pays de l'EEE participent également à TARGET2 grâce à un accès à distance.

À ce stade, 23 banques centrales de l'UE et leurs communautés d'utilisateurs respectives sont connectées à TARGET2, à savoir les 17 BCN de la zone euro, la BCE et 5 BCN ne faisant pas partie de la zone euro¹⁰. En février 2010, la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie) et sa communauté d'utilisateurs nationaux se sont connectées à TARGET2. Des contacts ont récemment été établis avec la Banca Națională a României, qui a déclaré souhaiter rejoindre TARGET2. La connexion de la Roumanie à TARGET2 est prévue pour juillet 2011, aussitôt que les travaux préparatoires indispensables auront été achevés.

2.2 TARGET2-TITRES

T2S est la future plate-forme de services de l'Eurosystème pour le règlement-livraison de titres en monnaie de banque centrale en Europe. Le projet se trouve en phase de développement et la plate-forme de règlement-livraison devrait voir le jour en septembre 2014. Actuellement, 30 dépositaires centraux de titres (CSD) participent au projet et la quasi-totalité des titres négociés en Europe devraient transiter par T2S à terme, ce qui permettra de réaliser d'importantes économies d'échelle et de réduire significativement les coûts des opérations. En supprimant la distinction entre les règlements transfrontières et nationaux, T2S constituera une étape décisive vers la création d'un marché des capitaux européen

intégré et fournira une base solide afin d'accroître l'efficacité du secteur de la post-négociation dans son ensemble et la concurrence au sein de celui-ci. Bien que T2S soit une initiative de l'Eurosystème, des transactions sur titres seront également effectuées dans d'autres monnaies que l'euro, pour autant que la banque centrale concernée, avec le soutien de son marché, y consente.

Des progrès majeurs ont été réalisés sur le plan technique en 2010. Les exigences des utilisateurs de T2S ont été finalisées au début de l'année sous revue, permettant à quatre banques centrales de l'Eurosystème – la Deutsche Bundesbank, le Banco de España, la Banque de France et la Banca d'Italia – de commencer à développer le logiciel. Les tests utilisateurs devraient être lancés en janvier 2014 et T2S devrait être opérationnel en septembre de la même année.

Des avancées notables ont été enregistrées en 2010 sur des points fondamentaux du projet, en particulier concernant la gestion de T2S, les frais que T2S facturera pour le règlement-livraison des opérations sur titres, sa constitution juridique et le mode de connexion des participants à T2S.

La gestion de T2S revêt une importance cruciale pour toutes les parties prenantes, dont les quatre groupes principaux sont : a) l'Eurosystème, en qualité de propriétaire et d'opérateur ; b) les banques centrales extérieures à la zone euro, qui fournissent leur monnaie à T2S ; c) les CSD, qui confient leurs comptes-titres à T2S et d) les intervenants de marché au sens plus large (c'est-à-dire les banques, les conservateurs, les contreparties centrales, etc.). La formule de gestion proposée accordera à chaque groupe un degré d'influence approprié, tout en facilitant une prise de décision rapide et en garantissant la sûreté et l'efficacité de l'infrastructure.

En novembre 2010, l'Eurosystème est parvenu à une décision concernant les tarifs appliqués aux services de règlement-livraison de T2S.

¹⁰ La Bulgarie, le Danemark, la Lettonie, la Lituanie et la Pologne

Compte tenu, d'une part, des coûts de développement et des coûts de fonctionnement prévus et, d'autre part, des volumes escomptés de règlements-livraisons qui devraient transiter par la plate-forme, l'Eurosystème a fixé le tarif des ordres de DvP (*delivery versus payment*) à 15 centimes d'euros, pour autant que les conditions suivantes soient remplies : a) les transactions dans d'autres monnaies que l'euro représentent un supplément d'au moins 20 % du volume de transactions en euros ; b) le volume des règlements-livraisons de titres dans l'UE n'est pas inférieur de plus de 10 % aux volumes prévus par le bureau du programme T2S (*T2S Programme Office*), prévisions établies à partir des informations fournies par les intervenants de marché ; et c) l'Eurosystème ne sera pas soumis à la TVA pour les services de T2S. Ce prix sera fixe pour la période allant de septembre 2014, date d'entrée en production de T2S, à décembre 2018. Afin de donner aux intervenants de marché des assurances quant aux prix des services de T2S après 2018, le Conseil des gouverneurs s'est engagé à ne pas augmenter les tarifs de plus de 10 % par an jusqu'en septembre 2022. Fixer le tarif des ordres de DvP à un prix unitaire faible de 15 centimes d'euros – un tarif identique pour les opérations nationales et transfrontières – signifie que même en tenant compte des charges additionnelles des CSD et des coûts de connectivité, le prix final des opérations devrait être inférieur au prix actuel des opérations nationales n'importe où en Europe. En moyenne, T2S réduira le tarif des transactions transfrontières de quelque 90 %. Conjugué aux effets positifs sur la concurrence tout au long de la chaîne de valeur de la post-négociation de titres, T2S contribuera dès lors à augmenter significativement la rentabilité des règlements-livraisons de titres à travers l'Europe.

En 2010, des progrès notables ont également été engrangés en ce qui concerne le cadre juridique de T2S. Le 21 avril 2010, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté l'orientation relative à TARGET2-Titres¹¹. Cette orientation constitue la pierre angulaire du cadre législatif de T2S et de tous les accords légaux appelés

à être conclus. Bien que contraignant vis-à-vis de toutes les banques centrales de l'Eurosystème, le texte n'impose aucune obligation à des tiers.

Les travaux relatifs à la gestion du système et à la tarification des services ont également été un élément essentiel des travaux juridiques nécessités par les négociations des dispositions contractuelles de T2S, que ce soit entre l'Eurosystème et les CSD qui projettent d'utiliser T2S ou entre l'Eurosystème et les banques centrales ne faisant pas partie de la zone euro qui ont l'intention de mettre leur monnaie à disposition pour les règlements-livraisons *via* T2S. Dès que les négociations avec les CSD auront été clôturées, le Conseil des gouverneurs de la BCE approuvera la convention-cadre et la soumettra ensuite aux CSD pour qu'ils l'examinent et la signent d'ici l'automne 2011. Les négociations relatives aux accords de participation de devise avec les banques centrales extérieures à la zone euro ont bien progressé en 2010 et le Conseil des gouverneurs devrait leur soumettre une convention en juin 2011 afin qu'elles l'examinent et la signent avant l'automne prochain.

L'Eurosystème s'est également penché sur le cadre destiné à la sélection de fournisseurs de réseaux externes pour T2S. Il s'agit des entités qui mettront à disposition l'infrastructure permettant aux CSD, aux banques centrales et aux participants directs d'envoyer des instructions à la plate-forme T2S et de recevoir des messages de celle-ci.

Enfin, le bureau du programme T2S, avec l'engagement et l'appui du comité consultatif de T2S, a largement contribué à poursuivre l'harmonisation des règlements-livraisons de titres dans toute l'Europe¹². La participation au groupe CESAME II de la Commission européenne (*Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II*), ainsi qu'à son successeur, l'*Expert Group on Market*

11 Orientation BCE/2010/2 du 21 avril 2010 relative à TARGET2-Titres

12 Le comité consultatif de T2S conseille les organes de décision de la BCE sur des questions techniques ou stratégiques relatives à T2S. Il regroupe quelque 90 représentants éminents des banques centrales nationales, des CSD et des intervenants de marché qui ont manifesté leur intention de rejoindre T2S.

Infrastructures, garantit que les activités d'harmonisation dans T2S sont conformes à l'ensemble des initiatives des secteurs public et privé en la matière¹³. Le comité consultatif de T2S s'est penché sur la mise en place des normes relatives aux opérations sur titres, le développement des messages ISO de T2S et l'amélioration de la transparence pour les actionnaires transfrontières. Des avancées ont également été réalisées dans le domaine de l'harmonisation des règles d'irrévocabilité des règlements-livraisons pour les CSD participant à T2S. Le comité consultatif de T2S s'est également attaché à identifier et supprimer tout obstacle subsistant aux règlements-livraisons transfrontières *via* T2S. L'issue de ces travaux est essentielle afin de garantir l'efficacité du traitement des opérations dans T2S. En outre, le comité consultatif de T2S a établi, fin 2010, les priorités pour poursuivre les travaux d'harmonisation dans les années à venir.

2.3 LES PROCÉDURES DE RÈGLEMENT POUR LES GARANTIES

Un ensemble commun d'actifs admis en garantie peuvent être utilisés pour tous les types d'opérations de crédit de l'Eurosystème, pour les opérations tant nationales que transfrontières. Le règlement transfrontière des garanties dans la zone euro s'opère essentiellement par le CCBM et les liens éligibles entre les systèmes de règlement-livraison de titres de la zone euro. La première solution est fournie par l'Eurosystème, alors que la seconde est une initiative du marché.

En décembre 2010, le montant de garanties transfrontières (actifs négociables et non négociables) détenues par l'Eurosystème s'est établi à 762 milliards d'euros, alors qu'il s'élevait à 866 milliards d'euros en décembre 2009. D'une manière générale, les garanties transfrontières représentaient 35 % de l'ensemble des garanties fournies à l'Eurosystème fin 2010.

LES SERVICES DE GESTION DES GARANTIES DE L'EUROSYSTÈME

Le CCBM est demeuré le principal canal utilisé pour le transfert de garanties transfrontières dans le cadre des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et de crédit intrajournalier en 2010 et a représenté 24,1 % du total des garanties fournies à l'Eurosystème durant l'année sous revue. Les actifs détenus en dépôt par le biais du CCBM sont revenus de 569 milliards d'euros fin 2009 à 507 milliards d'euros fin 2010.

Le CCBM avait été conçu à l'origine, lors de sa mise en œuvre en 1999, comme une solution provisoire, basée sur le principe d'une harmonisation minimale. En vue d'accroître le niveau d'harmonisation des services proposés, l'Eurosystème a décidé en 2008 de lancer le système CCBM2, qui repose sur une plateforme unique. La Banque nationale de Belgique et la Nederlandsche Bank ont été chargées du développement et de l'exploitation de CCBM2 pour le compte de l'Eurosystème.

Le système CCBM2 contribuera à renforcer l'harmonisation et à accroître l'efficacité de la mobilisation des garanties, tout en permettant aux contreparties de l'Eurosystème, en particulier aux banques opérant dans plusieurs pays, en vue d'optimiser l'utilisation de leurs garanties et d'améliorer la gestion de leurs liquidités. Il permettra également aux banques centrales de mieux contrôler les garanties utilisées dans les opérations de crédit. La plateforme sera entièrement compatible avec TARGET2 et T2S. Les principales étapes du projet ont été annoncées en octobre 2010, dès qu'elles ont reçu l'aval du Conseil des gouverneurs. Une série de tests seront effectués en 2012 aux niveaux des banques centrales et du marché et les activités débuteraient en 2013. La migration vers CCBM2 devrait se dérouler en deux phases, aux deuxième et troisième trimestres 2013.

13 Pour plus de détails, cf. la section 3 du chapitre 4

LES LIENS ÉLIGIBLES ENTRE LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES NATIONAUX

Il est également possible de mobiliser des garanties transfrontières en utilisant des liens entre systèmes de règlement de titres nationaux. Cependant, ces liens ne sont éligibles au titre des opérations de crédit de l'Eurosystème que s'ils remplissent les normes fixées par les utilisateurs de l'Eurosystème. Après avoir été transférés à un autre système de règlement-livraison de titres *via* ces liens, les titres éligibles peuvent être utilisés par des procédures locales de la même manière que n'importe quelle garantie nationale. Le montant des actifs éligibles mobilisés au moyen des liens directs et relayés est revenu de 129 milliards d'euros en décembre 2009 à 109 milliards d'euros fin 2010. Ce montant a représenté 5 % de l'ensemble des garanties, transfrontières ou nationales, conservées par l'Eurosystème fin 2010, alors qu'il en représentait 5,7 % fin 2009.

En 2010, aucun nouveau lien n'a été ajouté aux 54 liens directs et aux 7 liens relayés dont disposent les contreparties.

3 LES BILLETS ET PIÈCES

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

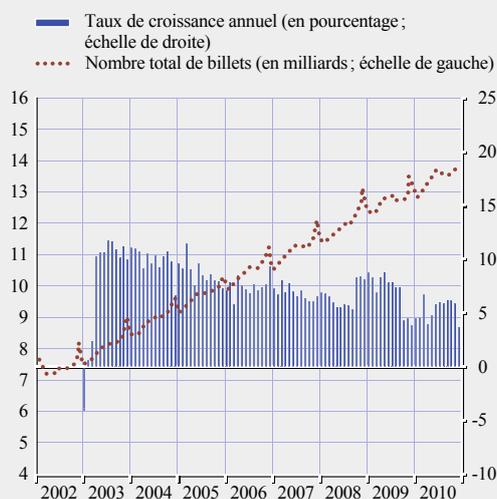
LA DEMANDE DE BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

Fin 2010, le nombre de billets en circulation s'élevait à 14,2 milliards, pour une valeur totale de 839,7 milliards d'euros. Ces chiffres sont à mettre en perspective avec ceux observés fin 2009, à savoir un nombre de billets en circulation de 13,6 milliards, pour une valeur totale de 806,4 milliards d'euros (cf. graphiques 49 et 50). En 2010, le taux de croissance annuel des billets en euros en circulation était, en termes de valeur et de volume, d'environ 4 %. Les billets de 50 et de 100 euros sont ceux qui ont enregistré la hausse la plus forte, avec un taux de croissance annuel de 6,7 % et 5,4 % respectivement à fin décembre 2010. En revanche, la demande précédemment soutenue de billets de 500 euros s'est considérablement ralentie, le taux de croissance annuel revenant à 2,1 % à la fin de l'année. Fin 2010, les billets de 50 euros étaient les plus représentés dans la circulation totale en volume (39,2 %), alors que les billets de 500 euros étaient les plus représentés dans la circulation totale en valeur (34,3 %), suivis de près par les billets de 50 euros (33 %).

La demande de billets émanant de régions situées en dehors de la zone euro, laquelle porte surtout sur les grosses coupures utilisées comme réserve de valeur, a légèrement diminué en 2010. Bien que cette demande soit restée constante de la mi-2009 à la mi-2010, les entrées de billets et pièces en euros ont excédé les sorties au second semestre 2010. Cette situation pourrait s'expliquer par un retournement de la tendance à la thésaurisation de billets en euros observée précédemment, les billets ayant servi de valeur refuge à la suite des turbulences financières en 2008. On estime qu'en termes de valeur, 20 à 25 % des billets en euros en circulation sont utilisés en dehors de la zone euro, surtout dans les régions voisines.

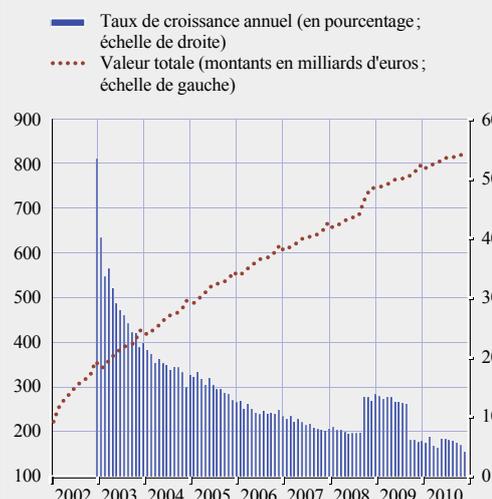
En 2010, le nombre total de pièces en euros en circulation (à savoir la circulation nette, hors stocks détenus par les BCN de la zone euro) s'est accru de 6,2 % pour s'établir à 92,9 milliards, tandis que leur valeur totale a enregistré une hausse de 4,5 % pour atteindre 22,3 milliards d'euros. La part représentée par les pièces de faible valeur, c'est-à-dire celles de 1, 2 et 5 centimes d'euros, dans le nombre total de pièces en circulation est demeurée élevée, à 61 %.

Graphique 49 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2010



Source : BCE

Graphique 50 Valeur des billets en euros en circulation entre 2002 et 2010

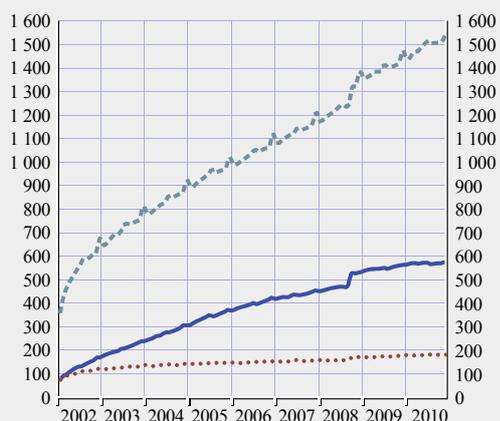


Source : BCE

Graphique 51 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2010 par coupure

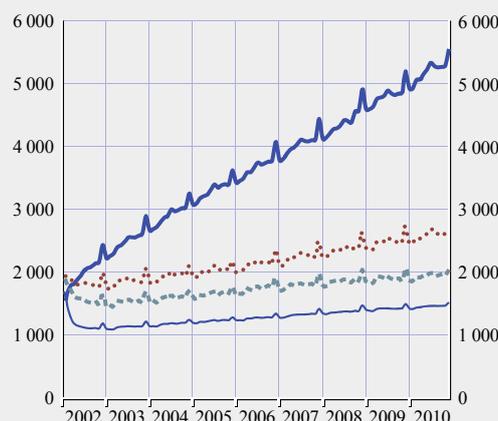
(en millions d'unités)

— 500 euros
 200 euros
 - - - 100 euros



Source : BCE

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



LE TRAITEMENT DES BILLETS PAR L'EUROSYSTÈME

En 2010, les BCN de la zone euro ont émis 33,6 milliards de billets, tandis que 33,1 milliards de billets leur ont été retournés. Par ailleurs, 34,2 milliards de billets ont été traités à l'aide de machines permettant un traitement entièrement automatisé des billets, celles-ci vérifiant tant l'authenticité des billets que leur qualité. Dans le cadre de ce processus, quelque 5,8 milliards de billets ont été jugés impropres à la circulation et détruits. Le taux de billets jugés impropres à la circulation¹⁴ s'est établi à 17,1 %, soit un niveau proche de celui enregistré en 2009. La fréquence moyenne de retour¹⁵ des billets en circulation a de nouveau diminué, revenant de 2,59 fin 2009 à 2,46 fin 2010. Ainsi, un billet a, en moyenne, été retourné à une BCN de la zone euro tous les cinq mois. Les grosses coupures, qui sont fréquemment thésaurisées, ont présenté une faible fréquence de retour (0,34 pour les billets de 500 euros, 0,51 pour les billets de 200 euros et 0,76 pour les billets de 100 euros), alors que celle des coupures généralement utilisées à des fins de transaction a été plus élevée (1,87 pour les billets de 50 euros, 3,77 pour les billets de 20 euros, 4,39 pour les billets de 10 euros et 2,50 pour les billets de 5 euros).

3.2 LA CONTREFAÇON DES BILLETS ET LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

LES FAUX BILLETS EN EUROS

En 2010, le nombre total de billets en euros contrefaits reçus par les Centres nationaux d'analyse¹⁶ s'est élevé à environ 752 000. Rapporté à l'encours des billets en euros authentiques en circulation, le nombre de contrefaçons demeure extrêmement faible. Le graphique 52 met en évidence l'évolution sur une longue période de la quantité de faux billets retirés de la circulation. Une analyse plus détaillée indique que la tendance haussière en termes de quantité, qui s'était amorcée en 2008, s'est inversée en 2010. Les faussaires ont eu tendance à cibler les billets de 50 et de 20 euros, représentant respectivement 43 et 40 % du nombre total de contrefaçons. Le graphique 53 présente la répartition par coupure des faux billets en euros.

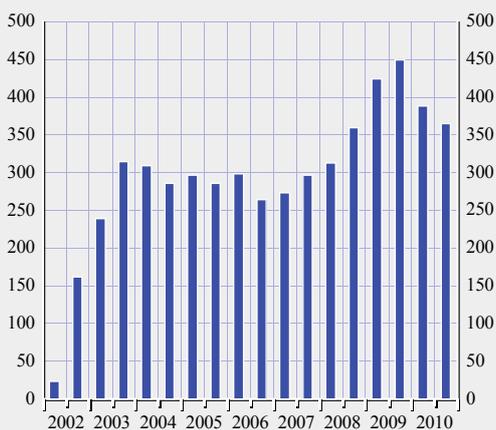
14 Défini comme le nombre de billets jugés impropres à la circulation pendant une période donnée divisé par le nombre total de billets triés au cours de cette même période.

15 Définie comme le nombre total de billets retournés aux BCN de la zone euro pendant une période donnée divisé par le nombre moyen de billets en circulation au cours de cette même période.

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

Graphique 52 Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2010

(en milliers d'unités)



Source : BCE

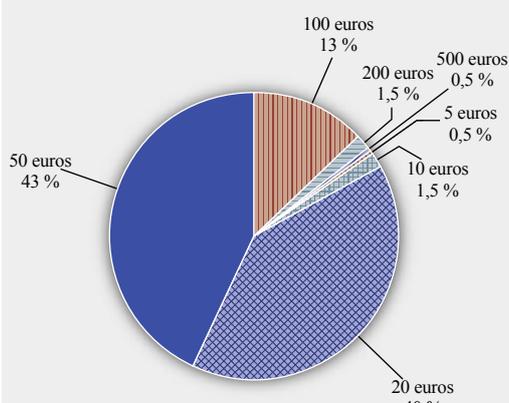
Bien que la confiance en la sécurité de l'euro soit pleinement justifiée au vu des mesures actuelles de lutte contre la contrefaçon mises en place par les autorités européennes et internationales, elle ne doit pas engendrer un sentiment de complaisance. La BCE continue de recommander au public de rester vigilant, de se rappeler le test consistant à « toucher, regarder,

incliner » décrit sur son site internet¹⁷ et de ne jamais se fier à un seul signe de sécurité. En outre, des formations sont proposées sur une base continue aux professionnels manipulant des espèces, tant dans l'UE qu'en dehors, et des supports d'information ont été conçus et mis à jour en vue de soutenir la lutte de l'Eurosystème contre la contrefaçon. L'étroite coopération de la BCE avec Europol et la Commission européenne sert également cet objectif.

LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON AU NIVEAU MONDIAL

La coopération en matière de lutte contre la contrefaçon ne se limite pas au niveau européen. L'Eurosystème participe activement aux travaux du Groupe de dissuasion de la contrefaçon des banques centrales¹⁸. La BCE abrite le Centre international de lutte contre la contrefaçon, qui agit en qualité de centre technique pour le Groupe de dissuasion de la contrefaçon des banques centrales. Le Centre international de lutte contre la contrefaçon met un site internet¹⁹ à la disposition du public, qui peut y trouver des informations et des précisions sur la reproduction des images des billets ainsi que des liens vers des sites internet nationaux.

Graphique 53 Ventilation des faux billets en euros par coupure en 2010



Source : BCE

3.3 LA PRODUCTION ET L'ÉMISSION DES BILLETS

L'ORGANISATION DE LA PRODUCTION

En 2010, la production d'un total de 7,1 milliards de billets en euros, pour une valeur de 264,9 milliards d'euros, a été répartie entre les BCN de la zone euro. La production de billets en euros a de nouveau été attribuée selon le scénario de *pooling* décentralisé adopté en 2002. Conformément à ce scénario, chaque BCN de la zone euro est responsable de la fourniture de la

17 Cf. la page <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.fr.html>

18 Un groupe réunissant 32 banques centrales et autorités d'émission des billets, qui collaborent sous les auspices du G10.

19 Pour plus de détails, cf. la page <http://www.rulesforuse.org>

Tableau 13 Répartition de la production des billets en euros en 2010

Coupages	Nombre (en millions de billets)	BCN en charge de la production
5 euros	1 309,9	ES, FR, NL, PT
10 euros	1 540,1	DE, IE, GR, FR, IT, AT
20 euros	1 898,0	DE, FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
50 euros	1 700,0	BE, DE, ES, IT
100 euros	500,0	IT
200 euros	100,0	DE
500 euros	100,0	AT
Total	7 148,0	

Source : BCE

part qui lui est attribuée dans le total des besoins pour certaines coupures (cf. tableau 13).

UNE FEUILLE DE ROUTE POUR UNE CONVERGENCE ACCRUE DES MODALITÉS DE TRAITEMENT DES ESPÈCES ENTRE LES BCN

À la suite de l'adoption en 2007 par le Conseil des gouverneurs d'une feuille de route à moyen terme, l'Eurosystème a poursuivi ses travaux en vue de parvenir à une plus grande convergence entre les services liés au traitement des espèces offerts par les BCN de la zone euro.

En particulier, l'Eurosystème finalise actuellement une interface entre les applications informatiques locales des BCN de la zone euro pour l'échange électronique de données avec les établissements de crédit. Les données en question concernent les dépôts et les retraits d'espèces pour lesquels les services de traitement des espèces sont offerts gratuitement par les BCN. L'interface permettra aux établissements de crédit d'utiliser l'application informatique qu'ils utilisent avec leur propre BCN pour les opérations en espèces effectuées avec d'autres BCN de la zone euro (opérations pour lesquelles les services de traitement des espèces sont offerts gratuitement par les BCN). En outre, depuis le 1^{er} janvier 2011, la possibilité de retirer et de déposer des billets auprès des BCN sans devoir les présenter face vers le haut est un service commun offert gratuitement par celles-ci.

LA REMISE EN CIRCULATION DES BILLETS

La décision BCE/2010/14 relative à la vérification de l'authenticité et de la qualité ainsi qu'à la remise en circulation des billets en euros est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2011 et a remplacé le « Cadre pour la détection des contrefaçons et le tri qualitatif des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels appelés à manipuler des espèces » (aussi appelé « Cadre relatif au recyclage des billets »). Le 31 décembre 2010, au terme de la période transitoire accordée aux établissements de crédit et aux autres professionnels appelés à manipuler des espèces opérant dans certains pays de la zone euro pour leur permettre d'adapter leurs procédures et leurs machines au Cadre relatif au recyclage des billets, les exigences prévues dans ce dernier étaient pleinement respectées dans tous les pays de la zone euro. Dès lors, l'authenticité et la qualité de tous les billets en euros remis en circulation par l'intermédiaire de distributeurs automatiques de billets ou au guichet d'agences d'établissements de crédit auront été vérifiées, ce qui constitue une garantie importante pour le public.

La décision BCE/2010/14 définit les procédures visées à l'article 6, paragraphe 1, du règlement (CE) n° 1338/2001, tel que modifié en 2008²⁰.

Les professionnels appelés à manipuler des espèces sont tenus de se conformer à ces procédures et ont l'obligation de « s'assurer de l'authenticité des billets en euros qu'ils reçoivent et entendent remettre en circulation et de veiller à la détection des contrefaçons ». La décision n'introduit pas de profonds changements par rapport au Cadre relatif au recyclage des billets, hormis qu'elle s'applique à un plus grand nombre de destinataires, conformément à l'article 6, paragraphe 1, du règlement (CE) n° 1338/2001.

²⁰ Règlement (CE) n° 44/2009 du Conseil du 18 décembre 2008 modifiant le règlement (CE) n° 1338/2001 définissant des mesures nécessaires à la protection de l'euro contre le faux monnayage

LE PROGRAMME PILOTE *EXTENDED CUSTODIAL INVENTORY* EN ASIE

À la suite du retrait de HSBC Bank USA de l'activité de commerce de gros de billets, le site *Extended Custodial Inventory* (ECI) géré par cette banque à Hong Kong a été fermé en octobre 2010²¹. Les sites ECI restants, gérés par Bank of America Merrill Lynch (à Hong Kong) et par Bank of Ireland First Currency Services sous la forme d'une *joint venture* avec United Overseas Bank (à Singapour), continueront leurs opérations dans le cadre du programme pilote qui se terminera fin janvier 2012.

LA DEUXIÈME SÉRIE DE BILLETS EN EUROS

En 2010, l'Eurosystème a poursuivi ses travaux portant sur l'élaboration d'une nouvelle série de billets en euros, en se concentrant sur la mise au point du matériel original d'impression destiné à produire les billets et en effectuant des essais d'impression pour évaluer la capacité d'imprimer les nouveaux billets dans un environnement de production à grande échelle. La nouvelle série conservera les principaux éléments graphiques de la première série de billets. Le calendrier et la séquence exacts d'émission seront déterminés ultérieurement. L'Eurosystème informera le public, les professionnels appelés à manipuler des espèces et les fabricants en temps utile de toutes les modalités relatives à l'introduction des nouveaux billets. Les BCN de la zone euro procéderont à l'échange des billets en euros de la première série pendant une période de temps illimitée.

21 Un ECI consiste en un dépôt d'espèces auprès d'une banque privée, qui les détient à titre de dépositaire.

4 LES STATISTIQUES

La BCE, assistée par les BCN, développe, collecte, établit et diffuse une large gamme de statistiques servant de support à la politique monétaire de la zone euro, ainsi qu'à diverses missions du SEBC. Ces statistiques sont aussi largement utilisées par les autorités publiques, les intervenants sur les marchés financiers, les médias et le grand public. En 2010, la fourniture régulière de statistiques de la zone euro s'est déroulée sans heurt et dans les délais,²² tandis que des efforts notables ont été consentis en vue de continuer à améliorer le cadre statistique du SEBC conformément au programme de travail du SEBC relatif aux statistiques européennes, qui est revu annuellement. La demande accrue de données, qui a exercé une pression considérable sur les ressources disponibles pour les producteurs de statistiques, a constitué un véritable défi en la matière. L'un des champs sur lesquels se sont concentrées les activités en 2010 concerne les statistiques relatives à la stabilité financière. Dans ce domaine, la BCE a effectué, avec l'aide des BCN, les travaux préparatoires nécessaires en vue de fournir un soutien statistique au Comité européen du risque systémique (CERS) à compter du 1^{er} janvier 2011 (cf. chapitre 6) et a contribué, sous les auspices du G20, à des initiatives prises à l'échelle mondiale afin de combler les lacunes statistiques qui ont été mises au jour par la crise économique et financière.

Les implications de cette dernière en ce qui concerne la production, l'utilisation et la publication de statistiques ont constitué le thème central de la cinquième conférence de la BCE sur les statistiques et du séminaire international organisé par la BCE le 20 octobre 2010 à l'occasion de la journée mondiale de la statistique.

4.1 LES NOUVELLES STATISTIQUES ET LES STATISTIQUES AMÉLIORÉES DE LA ZONE EURO

Le travail statistique mené en 2010 a permis de disposer de statistiques supplémentaires concernant la zone euro, telles que les nouvelles

statistiques sur les prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières ventilées par branche d'activité sur la base de la classification NACE Rév. 2 et les nouvelles statistiques de la zone euro relatives à la dette extérieure ventilées par secteur et par instrument. Les données concernant les titres européens à court terme (*Short-Term European Paper* – STEP) (cf. également la section 3 du chapitre 4), collectées à l'initiative du marché pour favoriser l'intégration financière au sein de ce segment du marché, ont également été développées davantage. Ces statistiques STEP, qui sont publiées depuis septembre 2006, ont été complétées en septembre 2010 par la publication hebdomadaire des encours de chaque programme STEP, incluant une ventilation par devise d'émission.

En 2010, la mise en œuvre de statistiques de la zone euro plus étendues s'est poursuivie, conformément aux règlements révisés de la BCE relatifs au bilan et aux taux d'intérêt des IFM, ainsi qu'aux statistiques portant sur la titrisation des prêts. Les déclarations statistiques des sociétés-écrans qui procèdent à des opérations de titrisation ont commencé début 2010, tandis que les déclarations par les IFM de données statistiques plus larges relatives aux bilans et aux taux d'intérêt ont débuté à la mi-2010. Ces nouvelles données ainsi que les indicateurs y afférents permettront d'effectuer des ventilations plus détaillées (p. ex. pour les prêts garantis et les nouveaux prêts accordés aux sociétés non financières), qui contribueront à améliorer l'analyse monétaire. Ces statistiques devraient être publiées pour la première fois à la mi-2011 dès que le SEBC aura procédé à un examen approprié de la qualité des données.

4.2 LES AUTRES ÉVOLUTIONS STATISTIQUES

En février et en octobre 2010, la BCE a publié les résultats des deuxième et troisième

²² Les statistiques ont été diffusées par le biais de 74 communiqués de presse mensuels, trimestriels ou encore annuels, et ont été publiées dans le *Bulletin mensuel*, le *Statistics Pocket Book* et le *Statistical Data Warehouse* de la BCE (cf. la section consacrée aux statistiques sur le site internet de la BCE)

vagues de son enquête semestrielle relative à l'accès au financement des sociétés de la zone euro, menée en collaboration avec la Commission européenne. Cette enquête fournit des informations essentiellement qualitatives concernant les conditions de financement des petites et moyennes entreprises en comparaison des grandes entreprises, et ses résultats sont notamment ventilés selon la taille de l'entreprise, le type d'activité et l'âge de l'entreprise, ainsi que par pays pour certains États membres de la zone euro.

La mise en œuvre de l'enquête de l'Eurosystème relative à la situation financière des ménages et à leur consommation a progressé durant l'année sous revue. Celle-ci est actuellement menée par les BCN de tous les pays de la zone euro (dans certains cas, en collaboration avec les instituts nationaux de statistiques). Elle a pour but de fournir des informations microéconomiques sur les avoirs (financiers et réels) et sur les engagements des ménages, de même que des informations complémentaires sur des sujets tels que le revenu, la consommation, l'emploi, les droits en matière de pension, l'épargne et les héritages. La publication d'indicateurs agrégés pour l'ensemble de la zone euro et la fourniture de données microéconomiques aux chercheurs sont attendues au second semestre 2012.

Des avancées ont également été enregistrées en ce qui concerne la collecte et l'établissement de statistiques sur les détentions de titres, au départ de données titre par titre. Un projet-pilote visant à établir des statistiques expérimentales reposant sur des données déjà disponibles est en cours. En outre, les possibilités de développer une solution permanente, harmonisée et efficiente en termes de coûts sont à l'examen. Ces données permettront de produire des statistiques mieux harmonisées et de meilleure qualité, et d'effectuer des analyses des détentions de titres des secteurs institutionnels et des sous-secteurs à un niveau de détail élevé.

Au premier trimestre 2010, a été publiée pour la première fois une liste trimestrielle des

sociétés-écrans destinée à compléter la liste quotidienne des IFM de l'UE et la liste trimestrielle des fonds d'investissement que le SEBC actualise et entend transformer en un registre complet des institutions financières. Ces listes des sociétés-écrans et des fonds d'investissement présentent une série de caractéristiques supplémentaires par rapport à la liste des IFM, en particulier des informations titre par titre (sous la forme de codes ISIN) sur les titres émis par ces institutions. Ce projet est lié au développement, par la Commission européenne, d'un registre statistique des sociétés multinationales, le *EuroGroups Register*, dans le cadre duquel des actions sont actuellement menées afin d'éliminer les obstacles juridiques à l'échange mutuel d'informations à des fins statistiques.

La BCE a continué à collaborer étroitement avec les autres organismes internationaux en vue de la mise au point de normes statistiques internationales. En collaboration avec Eurostat, elle s'est concentrée essentiellement sur la révision en cours du SEC 95, qu'il convient d'aligner sur le Système des comptes nationaux 2008 et la 6^e édition du *Manuel de la balance des paiements* du FMI. La BCE a également collaboré avec la BRI et le FMI pour la publication de la seconde partie du manuel sur les statistiques relatives aux titres (*Handbook on Securities Statistics*), qui porte sur les détentions de titres de créance.

4.3 LES BESOINS STATISTIQUES DÉCOULANT DE LA CRISE FINANCIÈRE

En réaction à la crise financière, il a fallu faire face à une demande accrue de la part des utilisateurs, aux niveaux tant européen que mondial, de statistiques destinées à l'analyse de la stabilité financière. En sus des travaux mentionnés dans les sections précédentes, plusieurs initiatives ont été menées en 2010 afin de permettre à la BCE d'assurer la fonction de secrétariat pour le CERS et de lui fournir le soutien statistique et analytique nécessaire dès sa constitution (cf. chapitre 6).

Le SEBC collabore également avec les autorités de surveillance afin de rapprocher et de réconcilier les exigences en matière de statistique et de contrôle prudentiel. Dans le cadre de la coopération avec le Comité européen des contrôleurs bancaires, un nouveau système de classification a été publié en 2010. Celui-ci contribuera, à terme, à réduire la charge de déclaration des entités tenues de fournir des données à l'Eurosystème et aux autorités de surveillance. En outre, la fréquence de déclaration des données bancaires consolidées, telles qu'elles sont publiées dans le rapport de la BCE sur la stabilité du secteur bancaire de l'UE, a été augmentée pour une série d'indicateurs bancaires essentiels, qui seront désormais publiés tous les semestres et non plus tous les ans. Les délais de notification et le contenu des séries de données annuelles ont également été améliorés. De surcroît, la BCE a développé, en étroite collaboration avec les autres membres de l'Eurosystème, des statistiques relatives aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension. Ces statistiques reposent sur des sources existantes, provenant des autorités de surveillance pour la plupart – et ne nécessitent pas, en d'autres termes, la collecte de nouvelles données auprès des agents déclarants. En vue du développement plus avancé de ces statistiques et compte tenu des besoins accrus des utilisateurs (à des fins tant d'analyse macroéconomique que d'analyse de la stabilité financière), la BCE collabore étroitement avec l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, qui a succédé au *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS – Comité européen de contrôle des assurances et des pensions), dans le but de garantir la cohérence des besoins statistiques futurs avec *Solvency II* et de minimiser la charge de déclaration.

Dans le contexte de la coopération internationale, la BCE participe aux initiatives statistiques qui bénéficient du soutien des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale membres du G20 afin d'identifier et de combler les lacunes en termes d'information. En qualité de membre du *Inter-Agency Group on Economic*

and Financial Statistics, elle a contribué avec la BRI, la Commission européenne (à savoir Eurostat), le FMI, l'OCDE, les Nations unies et la Banque mondiale à la formulation d'un plan d'action présenté lors du sommet du G20 qui s'est tenu en juin 2010. Ce plan d'action comporte les calendriers pour la mise en œuvre d'une série de recommandations concernant l'évaluation des risques dans le secteur financier, des liens financiers internationaux et de la vulnérabilité des économies aux chocs, ainsi que la communication de statistiques officielles. La BCE a également contribué à améliorer le site internet appelé *Principal Global Indicators*, qui se concentre sur les économies du G20.

5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Conformément à l'approche adoptée dans l'ensemble de l'Eurosystème, les activités de recherche menées à la BCE ont pour objectif a) de fournir des résultats pertinents pour la formulation de conseils sur la conduite de la politique monétaire et l'accomplissement des autres missions de l'Eurosystème, b) de maintenir et d'utiliser des modèles économétriques pour établir les prévisions et projections économiques et comparer l'incidence de politiques alternatives, et c) de communiquer avec les communautés universitaire et scientifique, par le biais notamment de la publication des résultats des recherches dans des revues à caractère scientifique, de l'organisation de conférences de recherche et de la participation à de tels événements. En 2008, la BCE a lancé une révision pluriannuelle de son programme de recherche afin de tirer les enseignements de la crise financière ainsi que de ses conséquences. Par la suite, la révision a également inclus des activités visant à soutenir les travaux du Comité européen du risque systémique. En 2010, de nombreux efforts ont été consacrés à l'analyse de questions financières, avec une attention particulière pour la mise au point et l'utilisation d'instruments servant à l'évaluation macroprudentielle et du risque systémique.

5.1 LES PRIORITÉS DE LA RECHERCHE ET LES RÉALISATIONS

À la BCE, les activités de recherche économique sont réalisées de manière décentralisée : toutes les sphères de compétence mènent des projets de recherche selon leurs besoins et leur expertise. La Direction générale des Études et de la Recherche est chargée de la coordination de ces activités, tout en conduisant elle-même des recherches de haut niveau. Le directeur général des Études et de la Recherche préside le Comité de coordination de la recherche (*Research Coordination Committee – CCR*), qui s'assure de la conformité des activités de recherche effectuées à la BCE avec les exigences de l'institution et les besoins de ses processus politiques. Le Comité identifie chaque année un ensemble de domaines prioritaires et oriente les activités de recherche vers ces domaines.

Le programme de recherche de haut niveau établi pour 2010 est resté inchangé par rapport à celui de 2009. Il a accordé la priorité aux thèmes suivants : la prévision et la modélisation, l'amélioration de l'analyse monétaire, la compréhension du mécanisme de transmission de la politique monétaire, la stabilité financière ainsi que la réglementation et le contrôle macroprudentiels, l'efficacité du système financier européen, les questions relatives aux paiements et aux règlements, les relations internationales ainsi que les questions budgétaires. Toutefois, s'agissant de la mise en œuvre de ces priorités, le nombre d'activités de recherche sur des sujets liés aux questions financières et macroprudentielles a été plus élevé que les années précédentes. Ainsi, une attention particulière a été accordée à la mise au point et à l'utilisation d'instruments servant à surveiller et à aider la prise de décisions relatives aux questions financières. Le nombre de projets de recherche dédiés à l'amélioration de l'analyse monétaire a aussi considérablement augmenté.

La recherche dans le domaine de l'analyse monétaire a été axée sur la mise au point et l'utilisation d'outils quantitatifs en vue d'évaluer les évolutions monétaires, en mettant l'accent sur la fourniture de données analytiques de haute qualité afin de préparer les décisions de politique monétaire. En 2010, ce domaine de recherche prioritaire s'est notamment concentré sur l'élaboration de stratégies de sortie des mesures non conventionnelles actuellement en vigueur et sur l'analyse de l'interaction entre politiques macroéconomiques et stabilité financière. Deux forums de recherche ont débattu de ces thèmes²³. Ces travaux ont conduit à la publication d'un ouvrage intitulé « Enhancing monetary analysis », rédigé par Lucas Papademos et Jürgen Stark, membres du Directoire²⁴.

S'agissant du mécanisme de transmission de la politique monétaire, des projets concernant une

²³ Les forums de recherche sont des canaux internes formels permettant un partage des expériences et des résultats des projets de recherche menés par la BCE sur un sujet spécifique.

²⁴ Cf. la page http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/enhancing_monetaryanalysis2010en.pdf

multitude de sujets ont été lancés ou poursuivis : la dynamique des prix des actifs et les primes de risque, le rôle du secteur bancaire, les décisions financières des sociétés non financières, la diversité, la compétitivité et l'ajustement au niveau national. D'autres projets – qui avaient débuté les années précédentes – incluaient le *Household Finance and Consumption Network*²⁵, un réseau de recherche de l'Eurosystème créé en 2009 qui collecte et analyse des informations microéconomiques sur une large gamme de décisions prises par les ménages, ainsi qu'un forum de recherche de la BCE sur la politique de communication des banques centrales.

L'effort de recherche a également porté sur l'interaction entre la stabilité financière et la politique monétaire, l'accent ayant été mis sur le développement d'indicateurs de la stabilité financière ainsi que sur l'analyse de la corrélation entre la stabilité financière et les performances macroéconomiques globales. La construction d'indicateurs de la stabilité financière comporte notamment des travaux sur les modèles d'alerte précoce, les outils de simulation de crise ainsi que les modèles de contagion et de risque systémique. De nouveaux domaines de recherche sont explorés afin de permettre aux modèles existants d'appréhender l'interaction entre la stabilité financière et les performances macroéconomiques. De nombreux projets dans ce domaine sont menés sous l'égide du nouveau *Macro-prudential Research Network* du SEBC, qui a été mis en place en mars 2010 (cf. l'encadré 10 du chapitre 6).

La recherche relative à l'efficacité du système financier s'est attelée à comprendre le marché monétaire et à améliorer l'élaboration de cadres opérationnels, notamment par l'analyse des stratégies de sortie et des écarts de rendement du marché monétaire.

La BCE a continué ses activités de recherche sur l'espace unique de paiement en euros (SEPA) et TARGET2 sous l'égide du *Payment Economics Network*²⁶. Une conférence a été organisée sur ces sujets en 2010.

Parmi les priorités de la recherche ayant trait aux questions internationales, les principaux domaines d'intérêt ont été la mondialisation, les liens financiers et commerciaux ainsi que le rôle international de l'euro. La mondialisation et les liens financiers et commerciaux ont fait l'objet de deux forums de recherche de la BCE. Les discussions sur les liens commerciaux ont porté sur les travaux relatifs aux outils de modélisation des flux commerciaux dans les projections de l'Eurosystème/de la BCE.

Sur le plan budgétaire, de nouveaux travaux ont été entrepris sur le développement d'instruments servant au suivi et à l'analyse des finances publiques, de leur efficacité et de leur soutenabilité. L'interaction entre la politique budgétaire et la politique monétaire, particulièrement durant la mise en œuvre de stratégies de sortie, a également constitué un nouveau thème de recherche en 2010.

5.2 LA DIFFUSION DES RÉSULTATS DE RECHERCHE : PUBLICATIONS ET CONFÉRENCES

Comme lors des années précédentes, les résultats des activités de recherche menées par les services de la BCE ont été présentés dans la série des documents de travail ainsi que dans la série d'études à caractère spécifique de la BCE. En 2010, 138 documents de travail (*Working Paper Series*) et 14 études spécifiques (*Occasional Paper Series*) ont été publiés. Parmi ces documents de travail, 104 ont été écrits ou coécrits par des membres du personnel de la BCE, beaucoup l'ayant été avec l'aide d'économistes de l'Eurosystème. Les autres ont été rédigés par des visiteurs externes ayant assisté à des conférences et des ateliers, participant à des réseaux de recherche ou effectuant un séjour prolongé à la BCE afin d'accomplir un projet de

25 Les réseaux de recherche coordonnent les activités de recherche des chercheurs de l'Eurosystème/du SEBC et contribuent à en diffuser les résultats. Ils peuvent aussi impliquer des chercheurs externes.

26 Pour de plus amples informations sur ce réseau, cf. la page <http://www.paymenteconomics.org>

recherche²⁷. La norme établie veut que la plupart de ces documents soient *in fine* publiés dans des revues à caractère scientifique de premier plan. En 2010, les membres du personnel de la BCE ont publié plus de 113 articles dans des revues scientifiques. Par ailleurs, en 2010, la BCE a continué à participer, avec bon nombre d'autres banques centrales, à la rédaction de *l'International Journal of Central Banking*.

Le Bulletin de la recherche (*Research Bulletin*) est une autre publication régulière de la BCE ayant pour but de diffuser les résultats des travaux de recherche d'intérêt général vers un large public. Des numéros ont été publiés en mars, en juin et en novembre 2010. Les sujets traités comprenaient la publication des résultats du *Wage Dynamics Network*, l'analyse des mesures budgétaires de relance, des questions financières et leur impact sur les politiques (comme l'analyse du risque évalué par les marchés, les critères d'octroi de prêts retenus par les banques et les marchés monétaires durant la crise), l'incorporation de frictions financières dans les modèles EGSD et la combinaison de prévisions²⁸.

La BCE a organisé ou co-organisé 15 conférences et ateliers consacrés à des sujets de recherche en 2010. Certaines conférences ont été organisées conjointement avec le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR), la BRI et d'autres banques centrales, membres ou non de l'Eurosystème. Un grand nombre d'ateliers et de séminaires avaient par ailleurs pour objet de diffuser les résultats de travaux de recherche au sein de la BCE. Comme lors des années précédentes, la plupart des conférences et des ateliers portaient sur des domaines de recherche prioritaires particuliers. Les programmes de ces événements ainsi que les études présentées sont disponibles sur le site internet de la BCE²⁹.

Depuis plusieurs années, l'organisation de séries de séminaires constitue un canal supplémentaire de diffusion des résultats de recherche. Deux de ces séries présentent un intérêt particulier : les *Joint Lunchtime Seminars*,

organisés conjointement avec la Deutsche Bundesbank et le *Center for financial studies*, et les *Invited Speakers Seminars*. Les deux séries consistent en séminaires hebdomadaires auxquels sont conviés des chercheurs externes pour présenter leurs travaux récents. La BCE organise également, sur une base plus occasionnelle, des séminaires de recherche ne relevant pas de ces deux séries.

27 Les chercheurs externes visitent la BCE sur une base *ad hoc* ou dans le cadre de programmes formels tels le *Lamfalussy Research Fellowship*.

28 L'ensemble des sujets figure à la page <http://www.ecb.europa.eu/pub/scientific/resbull/html/index.en.html>.

29 Cf. la page <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences>

6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS

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

En vertu de l'article 271 (d) du Traité, la BCE a pour mission de vérifier le respect par les 27 BCN de l'UE et par la BCE des interdictions résultant des articles 123 et 124 du Traité et des règlements (CE) n° 3603/93 et 3604/93 du Conseil. L'article 123 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 l'UE, de même que d'acquiescer directement auprès d'eux des instruments de leur dette. L'article 124 proscribit toute mesure, ne reposant pas sur des considérations d'ordre prudentiel, qui établirait un accès privilégié des autorités publiques et des institutions ou organes de l'UE aux institutions financières. Parallèlement au Conseil des gouverneurs, la Commission européenne vérifie le respect de ces dispositions par les États membres.

La BCE procède également à l'examen des achats des banques centrales de l'UE, sur le marché secondaire, d'instruments de dette émis par le secteur public national, le secteur public d'autres États membres et les institutions et organes de l'UE. En vertu des considérants du règlement (CE) n° 3603/93 du Conseil, l'acquisition d'instruments de dette du secteur public sur le marché secondaire ne doit pas servir à contourner l'objectif poursuivi par l'article 123 du Traité. De tels achats ne sauraient devenir une forme indirecte de financement monétaire du secteur public.

L'exercice de surveillance réalisé pour 2010 montre que les cas suivants pourraient être considérés comme un non-respect des dispositions des articles 123 et 124 du Traité et des règlements du Conseil correspondants.

D'abord, dans le cas du Banco de Portugal, un dépôt à 7 jours d'un montant de 12,5 millions de dollars des États-Unis a été placé auprès d'une banque du secteur public portugais le 13 mai 2010. Ce dépôt était le résultat d'une

erreur opérationnelle. Ensuite, des paiements anticipés ont été effectués par la Nederlandsche Bank dans le cadre de l'activation du dispositif néerlandais de garantie des dépôts. Une loi s'impose pour rendre ce dispositif compatible avec l'interdiction de financement monétaire. Par ailleurs, dans le cas de la Banque centrale de Chypre, la rémunération du solde du compte courant du dispositif de garantie des dépôts a été supérieure aux taux de marché comparables, ce qui n'est pas conforme aux objectifs de l'interdiction de financement monétaire. À cet égard, la Banque centrale de Chypre a indiqué qu'elle avait décidé de rémunérer ce compte aux taux de marché à dater de début 2012. Enfin, dans le cas de la Banca d'Italia, le dispositif de rémunération des dépôts des autorités publiques a donné lieu à une rémunération supérieure aux taux de marché comparables. À cet égard, la Banca d'Italia a indiqué que le dispositif de rémunération est en cours de révision. Cette révision devrait s'achever dans les plus brefs délais, de manière à respecter les objectifs de l'interdiction de financement monétaire.

Plus généralement, il convient de rappeler que les interdictions énoncées aux articles 123 et 124 du Traité doivent être respectées à la lettre, même en cas de crise financière.

6.2 LES FONCTIONS CONSULTATIVES

Les articles 127 (4) et 282 (5) du Traité stipulent que la BCE est consultée sur toute proposition de législation de l'UE ou sur tout projet de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence³⁰. Tous les avis de la BCE sont publiés sur son site internet. Les avis de la BCE sur les propositions de législation de l'UE sont également publiés au *Journal officiel de l'Union européenne*.

En 2010, la BCE a adopté 95 avis sur des propositions d'acte législatif de l'UE ou sur

³⁰ Le Royaume-Uni est exempté de l'obligation de consultation conformément au protocole sur certaines dispositions relatives au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord, annexé au Traité, JO C 83 du 30.03.2010.

des projets de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence : 10 avis ont été émis sur des propositions de législation de l'UE et 85 sur des projets de législation nationale. À titre de comparaison, la BCE avait adopté 100 avis en 2009. Une liste des avis émis en 2010 et début 2011 figure en annexe du présent *Rapport annuel*.

Les avis de la BCE émis à la demande du Conseil, du Parlement européen et de la Commission européenne ont porté, entre autres, sur la réforme en cours de la gouvernance économique et de la surveillance financière, ainsi que sur la législation relative à l'introduction de l'euro en Estonie et au taux de conversion entre l'euro et la couronne estonienne³¹ (cf. chapitre 3).

La BCE a salué la proposition de la Commission européenne visant à améliorer la qualité des données notifiées dans le contexte de la procédure concernant les déficits excessifs prévue par le Pacte de stabilité et de croissance, proposition qui s'inscrit dans la réforme en cours de la gouvernance économique au sein de l'UE³². Dans un autre avis³³, la BCE a accueilli favorablement un ensemble exhaustif de propositions législatives destinées à renforcer le cadre de la surveillance économique et budgétaire au sein de l'UE. Parmi ces propositions figure l'introduction d'un cadre de surveillance macroéconomique, que la BCE a particulièrement saluée, dans la mesure où ce cadre comble une importante lacune dans la gouvernance économique de l'UE. Parallèlement, la BCE a invité le législateur européen et les États membres à profiter du processus législatif en cours pour renforcer la gouvernance économique dans les limites autorisées par les traités. La BCE a constaté que les propositions formulées devraient prévoir une plus grande automaticité et a notamment suggéré que le Conseil, ou à tout le moins l'Eurogroupe, devrait, par voie de déclaration, s'engager, de manière générale, à suivre les propositions et recommandations faites par la Commission de poursuivre les procédures contre les États membres en infraction. La BCE a également

émis des suggestions d'ordre rédactionnel sur toutes les propositions.

S'agissant de la réforme de la surveillance de l'UE, la BCE a soutenu l'objectif poursuivi par la proposition de directive de portée générale visant à amender 11 directives relatives au secteur financier de garantir le bon fonctionnement des Autorités européennes de surveillance (AES) et du Comité européen du risque systémique (CERS)³⁴. Les suggestions d'ordre rédactionnel de la BCE se sont concentrées sur les points présentant de l'intérêt pour la BCE/le SEBC et le CERS, comme la suppression des obstacles juridiques au partage d'informations entre la BCE/le SEBC, le CERS, les trois AES et les autorités nationales de surveillance. La BCE a également fait des commentaires sur les amendements nécessaires aux règles régissant la surveillance complémentaire des entités financières appartenant à un conglomérat financier dans le but de corriger certaines lacunes en termes de surveillance, notamment, l'inclusion des sociétés de gestion de portefeuille faisant partie de conglomérats financiers dans le champ de la surveillance³⁵.

Dans le contexte de la réforme réglementaire du marché des services financiers qui a fait suite à la crise, la BCE a émis des avis sur plusieurs propositions, dont la révision des exigences réglementaires en fonds propres et la réglementation des agences de notation de crédit³⁶. La BCE a appuyé les efforts pour créer un cadre réglementaire robuste visant à prévenir de futures crises financières, tout en plaidant en faveur du maintien de conditions de concurrence égales et, autant que faire se peut, d'une convergence de la réglementation à l'échelle mondiale. La BCE a insisté sur la nécessité de conserver des pratiques saines d'évaluation des risques pour les actifs couverts par le dispositif

31 CON/2010/52

32 CON/2010/28

33 CON/2011/13. Cf. également le chapitre 5 du présent *Rapport annuel*

34 CON/2010/23

35 CON/2011/6

36 CON/2010/65 et CON/2010/82

de garanties de l'Eurosystème, y compris la possibilité pour les banques centrales d'accéder à des informations prêt par prêt pour les instruments financiers structurés. S'agissant de la proposition de règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux de données, la BCE a salué cette avancée vers la mise en œuvre des engagements pris par le G20 en septembre 2009 selon lesquels tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés doivent être échangés sur des plates-formes d'échange ou *via* des plates-formes de négociation électronique et compensés par des contreparties centrales d'ici fin 2012³⁷. Cependant, la BCE a aussi exprimé des inquiétudes, en particulier à propos du manque de prise en compte des pouvoirs de surveillance de la BCE et des BCN et des dispositions relatives à l'accès aux facilités des banques centrales.

La BCE a également répondu à un grand nombre de consultations d'autorités nationales, certaines d'entre elles portant sur l'évolution des structures de contrôle en Irlande, en Grèce, en France et en Autriche³⁸. La BCE a pris acte de la fusion des autorités de contrôle en France et s'est réjouie de la création de l'Autorité de contrôle prudentiel placée sous la présidence du gouverneur de la Banque de France³⁹. Le cadre proposé est de nature à améliorer la contribution de la Banque de France au soutien analytique apporté au CERS. La BCE a également accueilli favorablement la proposition de restructuration de la *Central Bank and Financial Services Authority of Ireland*⁴⁰ visant à confier l'entière responsabilité du contrôle des établissements de crédit et financiers à la banque centrale. La BCE a formulé des observations détaillées sur l'indépendance de la banque centrale et l'interdiction du financement monétaire.

De plus, la BCE a été consultée sur des mesures relatives à la stabilité des marchés financiers, certaines de ces mesures ayant un rapport avec la crise financière⁴¹. Plus particulièrement, la BCE a émis un avis⁴² sur le projet de loi grec portant création du Fonds de stabilité financière

destiné à préserver la stabilité du système bancaire grec au moyen de la recapitalisation des établissements de crédit. La BCE s'est félicitée des liens étroits entre le fonds et le cadre de surveillance bancaire. Étant donné les pouvoirs de surveillance actuels de la Banque de Grèce, la loi devrait garantir que les exigences en matière d'adéquation des fonds propres continueront à être respectées. La BCE a également salué le rôle-clé joué par le gouverneur de la Banque de Grèce dans la nomination des membres du conseil d'administration du Fonds.

Dans ses commentaires sur le projet de loi allemand relatif aux systèmes de rémunération au sein des établissements de crédit, des établissements financiers et des sociétés d'assurance⁴³, la BCE a souligné l'importance d'aligner les normes en la matière sur les standards internationaux et la législation européenne dans le but d'éviter des arbitrages réglementaires et de contribuer à limiter les prises de risques excessives. D'autres avis relatifs à des procédures visant les établissements de crédit en difficulté ont insisté sur l'importance d'un système de résolution efficace en vue de préserver la stabilité du système financier⁴⁴. Dans les avis qu'elle a émis concernant la mise en place d'un nouveau régime de liquidation des établissements de crédit défaillants au Danemark⁴⁵ et la restructuration des banques en Allemagne⁴⁶, la BCE a salué la poursuite du désengagement de l'État en faveur de régimes de résolution reposant essentiellement sur un financement par le secteur bancaire. Lorsqu'une

37 CON/2011/1

38 CON/2010/30, CON/2010/48, CON/2010/33, CON/2010/4 et CON/2010/57

39 CON/2010/4

40 CON/2010/30 et CON/2010/48

41 CON/2010/3, CON/2010/7, CON/2010/10, CON/2010/11, CON/2010/12, CON/2010/21, CON/2010/26, CON/2010/29, CON/2010/31, CON/2010/35, CON/2010/41, CON/2010/45, CON/2010/50, CON/2010/53, CON/2010/54, CON/2010/62, CON/2010/63, CON/2010/64, CON/2010/71, CON/2010/75, CON/2010/83, CON/2010/86, CON/2010/92, CON/2010/93 et CON/2010/95

42 CON/2010/54

43 CON/2010/41 et CON/2010/63

44 CON/2010/12, CON/2010/31 et CON/2010/35

45 CON/2010/45

46 CON/2010/83

situation de crise nécessite un recours supplémentaire à des fonds publics, le secteur bancaire devrait être invité à rembourser l'État. Une telle approche favoriserait une discipline de marché accrue et contribuerait à limiter le risque d'aléa moral. Dans son avis sur un projet d'amendements relatifs aux mesures d'aides publiques en Pologne⁴⁷, la BCE a exprimé des craintes quant au fait que ces mesures acquièrent un caractère illimité dans le temps, ce qui serait contraire à l'obligation pour les mesures d'aides nationales d'être de nature temporaire. Éviter le renouvellement d'un régime temporaire priverait la prolongation d'un tel régime de l'examen nécessaire des aspects de politique monétaire et de stabilité financière.

Dans le domaine des statistiques, la BCE a été consultée à propos de la création du système de statistiques hellénique et d'une autorité des statistiques indépendante en Grèce⁴⁸. La BCE a souligné que la crédibilité de la surveillance budgétaire au sein de l'UE – et dès lors la crédibilité et le bon fonctionnement de l'Union monétaire – dépendent de l'établissement de statistiques au titre de la procédure sur les déficits excessifs, effectué de manière fiable et en temps utile, et ce indépendamment des alternances politiques. Dans son avis sur un nouveau cadre juridique pour la production de statistiques nationales en Estonie⁴⁹, la BCE a souligné l'importance de garantir l'indépendance de l'Institut national de statistique estonien, qui est primordiale pour le bon fonctionnement du cadre de l'UEM après l'adoption de l'euro⁵⁰.

La BCE a adopté plusieurs avis relatifs aux BCN, notamment des modifications aux statuts des BCN bulgare, danoise, estonienne, irlandaise, française, lituanienne, hongroise et polonaise⁵¹. La BCE a constaté que l'incertitude qui entache le statut juridique des actifs du Lietuvos bankas nuit à l'indépendance institutionnelle et financière de la BCN⁵². La BCE s'est félicitée de l'augmentation du capital et de la réserve réglementaire de la Banque de France⁵³. Plusieurs avis ont concerné la rémunération du personnel des BCN dans le

cadre de mesures visant à restaurer l'équilibre budgétaire⁵⁴. La BCE a salué les efforts d'assainissement budgétaire et a souligné que, pour protéger l'autonomie des BCN quant aux questions relatives au personnel, les projets de dispositions législatives sur la rémunération du personnel des BCN doivent être décidés en coopération étroite et efficace avec la BCN concernée, en prenant dûment en compte le point de vue de la BCN afin de garantir sa capacité d'exercer en toute indépendance les missions qui lui ont été confiées par le Traité, les statuts du SEBC et la législation nationale. Dans son avis sur les mesures d'austérité au Portugal⁵⁵, la BCE a expliqué en détail la nécessité d'avoir une coopération efficace et a souligné que l'absence de coopération efficace constituerait une grave atteinte au principe de l'indépendance de la banque centrale. S'agissant de la Hongrie, la BCE a exprimé des inquiétudes quant aux fréquentes modifications apportées à la loi relative à la Magyar Nemzeti Bank, arguant que l'indépendance de la banque centrale passe par la stabilité du cadre juridique de la banque centrale, et a mis en garde contre les mesures visant à exercer sur le gouverneur et les autres membres des organes de décision de la Magyar Nemzeti Bank une influence en contradiction avec l'indépendance de la banque centrale au titre de l'article 130 du Traité⁵⁶. La BCE a également remarqué que les réductions de salaire du personnel des BCN doivent respecter l'interdiction du financement monétaire énoncée à l'article 123 du Traité⁵⁷.

47 CON/2010/95

48 CON/2010/17

49 CON/2010/2

50 La BCE a également été consultée sur plusieurs projets de mesures législatives liés aux préparatifs en vue de l'introduction de l'euro en Estonie. Pour plus de détails, cf. la section 2 du chapitre 3.

51 CON/2010/25, CON/2010/24, CON/2010/20, CON/2010/30, CON/2010/48, CON/2010/44, CON/2010/42, CON/2010/56, CON/2010/91 et CON/2010/37

52 CON/2010/42

53 CON/2010/88

54 CON/2010/42, CON/2010/51, CON/2010/56, CON/2010/69 et CON/2010/80

55 CON/2010/80

56 CON/2010/91

57 CON/2010/51, CON/2010/69 et CON/2010/80

Depuis 2008, le *Rapport annuel* fournit également des informations concernant les cas évidents et importants⁵⁸ de non-respect de l'obligation de consulter la BCE au sujet de projets d'actes législatifs nationaux et européens.

En 2010, la BCE a recensé deux cas de non-consultation à propos de projets d'actes législatifs européens, dont un cas où la BCE a émis un avis de sa propre initiative. Le premier cas de non-consultation a concerné une proposition de règlement de la Commission portant mise en œuvre du règlement (CE) n° 177/2008 établissant un cadre commun pour le développement de répertoires d'entreprises utilisés à des fins statistiques dans le cadre de l'échange de données confidentielles entre Eurostat et les banques centrales⁵⁹. La BCE considère que ce règlement relève de la coopération de la BCE avec les institutions, organes et organismes de l'UE en vue d'établir les statistiques nécessaires à l'accomplissement des missions du SEBC au titre de l'article 5 des statuts du SEBC et qu'elle aurait dès lors dû être consultée à un stade approprié du processus législatif.

Le second cas de non-consultation a concerné une proposition de directive modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retraites, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération⁶⁰. La BCE avait été consultée sur un projet antérieur et avait émis un avis⁶¹ le 12 novembre 2009. Le 7 juillet 2010, le Parlement européen a adopté la directive, moyennant plusieurs amendements, et celle-ci a ensuite été soumise à l'adoption formelle du Conseil⁶². Étant donné l'obligation de consulter à nouveau la BCE sur des modifications importantes apportées aux propositions d'actes législatifs relatifs à des domaines relevant de sa compétence, la BCE a émis de sa propre initiative, le 6 août 2010, un avis sur la proposition modifiée⁶³.

En 2010, la BCE a recensé dix cas de non-consultation concernant des projets d'actes législatifs nationaux et a émis un avis de sa propre initiative. Les cinq cas suivants ont été jugés évidents et importants.

Les autorités bulgares ont omis de consulter la BCE à propos d'une loi relative à la composition et aux fonctions de la Commission de surveillance financière et, en particulier, aux paramètres du Conseil consultatif de stabilité financière, qui est une question d'importance générale pour le SEBC.

La BCE n'a pas été consultée sur une loi portugaise assignant certaines nouvelles missions à la banque centrale. Cette loi revêt une importance générale pour le SEBC, dans la mesure où elle concerne l'indépendance financière de la BCN, et la BCE se serait montrée très critique.

S'agissant des mesures liées à la crise financière, la BCE n'a pas été consultée dans trois cas. Les autorités grecques ont omis de consulter la BCE à deux reprises: à propos, d'une part, d'un projet de loi portant réforme du système de recrutement dans le secteur public, lequel affectait la compétence exclusive de la Banque de Grèce de recruter une catégorie de personnel

58 Par « évidents », la BCE entend les cas où il ne fait juridiquement aucun doute que la BCE aurait dû être consultée; par « importants », elle entend les cas où, si la consultation avait eu lieu, la BCE se serait montrée très critique vis-à-vis de la teneur de la proposition législative, ou ceux qui revêtent une importance générale pour le SEBC.

59 Règlement (UE) n° 1097/2010 de la Commission du 26 novembre 2010 portant mise en œuvre du règlement (CE) n° 177/2008 du Parlement européen et du Conseil établissant un cadre commun pour le développement de répertoires d'entreprises utilisés à des fins statistiques, en ce qui concerne l'échange de données confidentielles entre la Commission (Eurostat) et les banques centrales, JO L 312, 27.11.2010

60 COM(2009) 362 final

61 CON/2009/94

62 Directive 2010/76/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retraites, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération, JO L 329, 14.12.2010

63 CON/2010/65

spécifique, et, d'autre part, d'un projet de loi prévoyant, entre autres, des restrictions quant au recrutement de personnel par les entités du secteur public, parmi lesquelles la Banque de Grèce, de manière à contenir les effets défavorables de la crise budgétaire en cours. Les autorités slovènes ont omis de consulter la BCE à propos d'une loi relative à la fourniture de garanties et de prêts publics aux établissements de crédit. La BCE considère que ces cas revêtent une importance générale pour le SEBC, dans la mesure où ils concernent la crise financière et les mesures de sauvetage prises par les États membres.

À partir de 2010, le *Rapport annuel* fournit également des informations concernant les cas évidents et récurrents où des États membres ont omis de consulter la BCE. Par cas récurrents, on entend ceux où le même État membre omet de consulter la BCE au moins trois fois deux années de suite, dont au moins une fois au cours de chaque année considérée. La BCE a recensé, à la fois pour la Grèce et pour la Hongrie, deux cas de non-consultation à propos de projets de législation nationale en 2009 et trois cas en 2010.

6.3 LA GESTION DES OPÉRATIONS D'EMPRUNT ET DE PRÊT DE L'UNION EUROPÉENNE ET DU FONDS EUROPÉEN DE STABILITÉ FINANCIÈRE, AINSI QUE DES PRÊTS BILATÉRAUX COORDONNÉS EN FAVEUR DE LA RÉPUBLIQUE HELLÉNIQUE

En vertu de l'article 141 (2) du Traité, des articles 17, 21.2, 43.1 et 46.1 des statuts du SEBC et de l'article 9 du règlement (CE) n° 332/2002 du Conseil du 18 février 2002 modifié pour la dernière fois par le règlement (CE) n° 431/2009 du Conseil du 18 mai 2009, la BCE continue d'assurer la gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'Union européenne au titre du mécanisme de soutien financier à moyen terme, comme cela est prévu dans la décision BCE/2003/14 du 7 novembre 2003 modifiée par la décision BCE/2009/17 du 19 juin 2009. En 2010, la BCE a reçu

quatre versements pour le compte de l'UE et a transféré ces montants aux pays emprunteurs (Roumanie et Lettonie). Les paiements des intérêts de huit des prêts accordés dans le cadre de ce mécanisme étant devenus exigibles, ils ont été réglés par la BCE. L'encours total des prêts de l'UE au titre du mécanisme de soutien financier à moyen terme s'établissait, au 31 décembre 2010, à 12,1 milliards d'euros.

Dans le cadre de la convention de prêt entre les États membres dont la monnaie est l'euro⁶⁴ et le Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)⁶⁵ en tant que prêteurs, et la République hellénique en tant qu'emprunteur et la Banque de Grèce en tant qu'agent de l'emprunteur, et en vertu des articles 17 et 21.2 des statuts du SEBC et de l'article 2 de la décision BCE/2010/4 du 10 mai 2010, la BCE est chargée d'effectuer tous les paiements y afférents pour le compte des prêteurs et de l'emprunteur. En 2010, la BCE a reçu deux versements de la part des prêteurs et a transféré ces montants à l'emprunteur. Les paiements des intérêts de ces deux prêts étant devenus exigibles, ils ont été réglés par la BCE. L'encours des prêts bilatéraux coordonnés en faveur de la République hellénique s'élevait, au 31 décembre 2010, à 21 milliards d'euros.

Conformément aux articles 122 (2) et 132 (1) du Traité, aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC et à l'article 8 du règlement (UE) n° 407/2010 du Conseil du 11 mai 2010, la BCE est chargée d'assurer la gestion des opérations d'emprunt et de prêt conclues par l'UE dans le cadre du mécanisme européen de stabilisation financière (MESF). Dans ce contexte, la BCE a ouvert un compte au nom de la Commission européenne, conformément à l'article 2 de la décision BCE/2010/17 du 14 octobre 2010. Aucune opération n'a été réalisée dans le cadre du MESF en 2010.

⁶⁴ Autres que la République hellénique et la République fédérale d'Allemagne

⁶⁵ Agissant dans l'intérêt public, soumis aux instructions de la République fédérale d'Allemagne et bénéficiant de la garantie de la République fédérale d'Allemagne

En vertu des articles 17 et 21 des statuts du SEBC (en liaison avec l'article 3 (5) de l'accord-cadre régissant le Fonds européen de stabilité financière – FESF), la BCE est chargée d'assurer la gestion des prêts du FESF aux États membres dont la monnaie est l'euro. Dans ce contexte, la BCE a ouvert un compte au nom du FESF, conformément à l'article 1 de la décision BCE/2010/15 du 21 septembre 2010. Aucune opération n'a été effectuée dans le cadre du FESF en 2010.

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

En 2010, un large éventail de services a continué d'être offert dans le cadre introduit en 2005 pour la gestion des actifs libellés en euros des clients de l'Eurosystème. La gamme complète des services – qui est accessible aux banques centrales, aux autorités monétaires et aux organismes gouvernementaux de pays n'appartenant pas à la zone euro, de même qu'aux organisations internationales – est proposée selon des modalités harmonisées et conformes aux normes générales de marché par les différentes banques centrales de l'Eurosystème (les prestataires de services de l'Eurosystème). La BCE joue un rôle de coordination d'ensemble, tout en veillant au bon fonctionnement du cadre. Le nombre de clients ayant conservé une relation commerciale avec l'Eurosystème est demeuré stable en 2010. En ce qui concerne les services eux-mêmes, une légère augmentation de l'ensemble de la trésorerie (y compris des dépôts) et des portefeuilles de titres des clients a été observée.



L'ancienne *Grossmarkthalle*, vue du sud, avant le début des principaux travaux de construction. La *Grossmarkthalle*, bâtiment classé qui abritait le marché de gros des fruits et légumes de Francfort, a été construite entre 1926 et 1928 d'après les plans de Martin Elsaesser.

CHAPITRE 3

L'ENTRÉE DE L'ESTONIE DANS LA ZONE EURO

I LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES EN ESTONIE

Le 13 juillet 2010, le Conseil de l'Union européenne a adopté une décision autorisant l'Estonie à adopter l'euro comme monnaie officielle au 1^{er} janvier 2011, portant de seize à dix-sept le nombre des pays membres de la zone euro. La décision du Conseil était fondée sur les rapports sur la convergence publiés par la BCE et la Commission européenne en mai 2010 et faisait suite à des discussions menées par le Conseil européen, à un avis du Parlement européen, à une proposition de la Commission européenne et à une recommandation de l'Eurogroupe. Le même jour, le Conseil a également adopté un règlement déterminant le taux de conversion irrévocable entre la couronne estonienne et l'euro. Celui-ci a été fixé à EEK 15,6466 pour 1 euro, c'est-à-dire le cours pivot de la

couronne durant toute la participation du pays au mécanisme de change européen (MCE II).

Pendant plusieurs années, l'Estonie a été l'un des pays de l'UE qui enregistraient la croissance la plus rapide. Toutefois, la forte expansion économique, qui a montré des signes évidents de surchauffe sur la période 2005-2007, s'est avérée non soutenable. En 2007, la croissance économique commençait déjà à ralentir, tout en demeurant forte. En raison de ces évolutions macroéconomiques non soutenables et de l'effondrement du commerce mondial, l'Estonie a connu un retournement marqué de l'activité économique et une forte contraction en 2009 (cf. tableau 14). Par conséquent, l'Estonie a subi un ajustement économique important, qui a contribué à la correction de certains des

Tableau 14 Principaux indicateurs économiques de l'Estonie

(variations annuelles en pourcentage; moyennes sur la période; sauf indication contraire)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Croissance du PIB en volume	-0,3	10,0	7,5	7,9	7,6	7,2	9,4	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1 ³⁾
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume (en points de pourcentage)</i>												
Demande intérieure (hors stocks)	-4,3	8,0	7,0	12,5	10,7	7,3	10,1	15,8	7,7	-7,3	-19,6	..
Exportations nettes	5,3	-1,1	-2,9	-5,9	-2,7	-0,7	-0,5	-6,0	-5,6	5,7	11,3	..
IPCH	3,1	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7
Rémunération par tête	9,1	14,5	9,6	9,1	11,7	12,2	10,9	14,1	24,6	10,1	-3,3	..
Coûts unitaires de main-d'œuvre nominaux	4,6	2,5	2,9	2,4	5,3	4,6	3,4	8,7	17,4	16,3	1,1	..
Déflateur du PIB	7,5	4,5	5,3	3,3	4,2	3,6	5,5	8,3	10,5	7,2	-0,1	..
Déflateur des importations	1,4	5,8	2,0	-0,1	-0,2	1,5	3,3	4,1	3,3	5,9	-1,1	..
Taux de chômage (en pourcentage de la population active)	11,3	13,6	12,6	10,3	10,0	9,7	7,9	5,9	4,7	5,5	13,8	16,9
Emploi total	-4,4	-1,5	0,8	1,3	1,5	0,0	2,0	5,4	0,8	0,2	-9,9	..
Solde des comptes de transactions courantes et de capital (en pourcentage du PIB)	-4,3	-4,9	-4,9	-10,1	-10,6	-10,6	-9,2	-13,2	-16,2	-8,7	7,3	..
Solde des administrations publiques (en pourcentage du PIB) ²⁾	-3,5	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,4	2,5	-2,8	-1,7	-1,0
Dette publique (en pourcentage du PIB) ²⁾	6,0	5,1	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,6	7,2	8,0
Taux d'intérêt nominal à trois mois du marché monétaire (en pourcentage)	7,8	5,7	5,3	3,9	2,9	2,5	2,4	3,2	4,9	6,7	5,9	1,6
Taux de change nominal contre euro ¹⁾	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6

Sources : BCE, Eurostat et Commission européenne

1) Couronne estonienne par euro

2) Prévisions économiques de l'automne 2010 de la Commission européenne

3) Estimation rapide

déséquilibres externes et internes accumulés lors des années de croissance très rapide. En 2010, l'activité économique a commencé à se redresser : la croissance annuelle du PIB en volume est devenue positive au deuxième trimestre 2010 et s'est établie à 6,6% au quatrième trimestre. S'agissant des évolutions extérieures, l'Estonie a enregistré entre 2000 et 2008 un très important déficit du solde cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital, s'élevant à 10% du PIB en moyenne. La correction de ces importants déficits a été un trait marquant du nécessaire processus d'ajustement intervenu en Estonie à la suite de la période de surchauffe. Après une forte réduction de la demande intérieure, qui a entraîné une baisse des importations, le déficit a diminué et s'est transformé en excédent, représentant 8,4% du PIB au troisième trimestre 2010.

Au cours de la dernière décennie, les résultats de l'économie estonienne en matière d'inflation ont été très volatils. L'inflation mesurée par l'IPCH, qui avait suivi une tendance globalement baissière entre le milieu des années quatre-vingt-dix et 2003, a commencé à s'accélérer en 2004 en raison des relèvements des prix administrés, en partie liés à l'adhésion à l'UE, des hausses des prix de l'énergie et des signes de surchauffe. En 2008, malgré un ralentissement marqué de la croissance, l'inflation a continué d'augmenter et a atteint un pic de 10,6%, reflétant la hausse des cours mondiaux des matières premières, des mesures d'harmonisation fiscale et la réaction décalée des salaires aux changements de l'environnement économique. Tandis que l'économie s'enfonçait dans la récession, l'inflation annuelle a rapidement décliné et est devenue négative pendant quelques mois, s'établissant à 0,2% en moyenne en 2009. Au second semestre 2010, la progression de l'IPCH s'est de nouveau considérablement accélérée, reflétant l'incidence de la hausse des cours des matières premières sur les marchés mondiaux, des relèvements des prix administrés et des droits d'accise, ainsi que de la reprise de l'activité économique. Sur l'ensemble de 2010, la hausse de l'IPCH s'est établie à 2,7%.

Sous l'effet de l'ajustement économique prononcé de ces dernières années, le taux de chômage est actuellement élevé en Estonie, atteignant 13,6% en moyenne au quatrième trimestre 2010. Si le marché du travail estonien est relativement flexible, des disparités régionales sur le plan de l'emploi et du chômage et des inadéquations entre offre et demande de travail continuent à persister. Ces facteurs ont contribué à la forte croissance salariale sur la période 2005-2008. La faiblesse de l'activité économique et la hausse du chômage expliquent la décélération sensible de la croissance des salaires tant publics que privés. Cet ajustement est nécessaire pour garantir que le niveau de chômage temporairement élevé en Estonie ne devienne pas permanent.

Au cours de la période 2000-2009, l'Estonie a conduit une politique budgétaire généralement saine, ce qui lui a permis d'afficher des budgets proches de l'équilibre ou en excédent jusqu'en 2007. Toutefois, le solde budgétaire des administrations publiques s'est détérioré en 2008 à la suite du ralentissement marqué de l'activité économique. Le déficit public a progressé, passant à 2,8% du PIB en 2008, avant de revenir à 1,7% du PIB en 2009 grâce aux importantes mesures d'assainissement adoptées par l'État, qui se sont élevées à près de 9% du PIB (un tiers environ étant considérées comme étant de nature temporaire). Le déficit se situait ainsi parmi les plus faibles de la zone euro en 2009 et l'Estonie est un des rares pays de l'UE qui ne soit pas actuellement soumis à une procédure de déficit excessif. Le ratio dette publique/PIB s'établissait à 7,2% du PIB en 2009. Selon la Commission européenne, le déficit public de l'Estonie devrait baisser à 1,0% du PIB en 2010, tandis que la dette publique brute devrait s'établir à 8,0% du PIB. Pour la suite, d'autres mesures d'assainissement devraient être adoptées afin de revenir d'ici à 2013 à une position excédentaire conforme à l'objectif de moyen terme, permettant ainsi à l'Estonie de maintenir des finances publiques soutenables.

Les choix effectués en matière de politique économique et de politique monétaire ont

joué un rôle important dans le déroulement du processus de convergence de l'Estonie au cours de la décennie écoulée. Avec l'adoption d'un dispositif de caisse d'émission en 1992, la couronne a d'abord été ancrée au deutschemark puis, après 1999, à l'euro. En outre, la décision d'axer la politique monétaire sur la réalisation de la stabilité des prix, en tant qu'objectif principal, a été inscrite dans la loi relative à la banque centrale en 2003. Toutefois, au cours de la période 2005-2008, la politique monétaire en Estonie dans le cadre du dispositif de caisse d'émission est devenue, dans l'ensemble, trop expansionniste. Bien que l'on ait recensé des soldes budgétaires relativement sains, l'orientation globale des politiques mises en œuvre dans ce pays n'a pas été suffisamment rigoureuse pour contenir les pressions liées à la demande et pour soutenir la stabilité des prix. Cela a entraîné une croissance excessive du crédit et des hausses des prix d'actifs, notamment sur les marchés de l'immobilier résidentiel, et les déséquilibres qui en ont résulté ont été corrigés dans le contexte d'un sévère ajustement lié à la récession.

Le cadre opérationnel de l'Eesti Pank impliquait que les décisions de la BCE en matière de taux d'intérêt influençaient directement les taux d'intérêt en vigueur pour l'économie estonienne. Pendant de nombreuses années, les taux d'intérêt du marché monétaire de l'Estonie avaient largement suivi les taux comparables de la zone euro. Toutefois, à la suite de l'intensification de la crise financière à l'automne 2008, les primes de risque ont augmenté, les taux de marché se sont de plus en plus détachés des marchés monétaires de la zone euro et les écarts de rendements se sont creusés par rapport à cette zone. À partir de novembre 2009, les écarts

de taux du marché monétaire ont commencé à se resserrer fortement, reflétant les efforts d'assainissement budgétaire en cours, la baisse de l'aversion au risque au niveau mondial et la modification des anticipations des marchés relatives aux perspectives d'adoption de l'euro par l'Estonie. En dépit de quelques fluctuations, ce resserrement a progressivement abouti à la convergence des taux d'intérêt du marché monétaire estonien avec la zone euro.

Afin de profiter pleinement des avantages de l'euro et de permettre aux mécanismes d'ajustement de fonctionner efficacement au sein de la zone monétaire élargie, l'Estonie doit conduire des politiques économiques ayant pour seul objectif d'assurer la soutenabilité du processus de convergence. Il s'avère essentiel, à cet égard, d'assurer un environnement de faible inflation. Il est indispensable que les politiques autres que la politique monétaire donnent à l'économie estonienne la capacité de faire face aux éventuels chocs spécifiques au pays et d'éviter la réapparition de déséquilibres macroéconomiques. Il convient de noter que les autorités estoniennes ont affirmé publiquement que leur objectif fondamental était de garantir un environnement économique propice à une croissance durable de la production et de l'emploi à moyen terme, dans un contexte de conditions macroéconomiques équilibrées, ainsi que la stabilité des prix. À cet effet, les autorités estoniennes doivent fermement s'engager en faveur d'une stratégie consistant en :

- la poursuite de l'assainissement budgétaire,
- la poursuite des réformes structurelles, et
- un nouveau renforcement des politiques relatives au secteur financier afin de garantir la stabilité financière et d'éviter l'accumulation de risques éventuels.

LES INCIDENCES STATISTIQUES DE L'ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO À L'ESTONIE

L'entrée de l'Estonie dans la zone euro le 1^{er} janvier 2011 a nécessité pour la cinquième fois de modifier les séries statistiques de la zone euro afin d'inclure de nouveaux pays membres (la Grèce en 2001, la Slovénie en 2007, Chypre et Malte en 2008 et la Slovaquie en 2009). L'élaboration des statistiques couvrant la zone euro élargie a été coordonnée, le cas échéant, avec la Commission européenne.

Avec l'entrée de l'Estonie dans la zone euro, les résidents estoniens, personnes physiques comme personnes morales, sont devenus des résidents de la zone. Cette situation a une incidence sur les statistiques relatives aux transactions (flux) et aux positions des résidents de la zone euro entre eux et vis-à-vis des non résidents de la zone, notamment les statistiques monétaires, de balance des paiements et de position extérieure, ainsi que sur les comptes financiers. Par conséquent, les transactions et les positions entre les résidents de l'Estonie et les autres résidents de la zone euro doivent à présent être « consolidées » afin de disposer d'une définition appropriée de la notion de résidence dans la zone euro pour toutes les statistiques concernées.

Depuis janvier 2011, l'Estonie a l'obligation de respecter l'ensemble des exigences statistiques de la BCE, c'est-à-dire de fournir des données nationales totalement harmonisées et comparables¹. L'élaboration de nouvelles statistiques nécessitant un long délai, l'Eesti Pank et la BCE ont commencé à y travailler bien avant que l'Estonie n'adhère à l'UE. Après être devenue membre du SEBC en 2004, l'Eesti Pank a intensifié ses préparatifs pour satisfaire aux exigences de la BCE dans le domaine des statistiques monétaires et financières, extérieures, de finances publiques et de comptes financiers. De plus, elle a dû procéder aux préparatifs nécessaires en vue de l'intégration des établissements de crédit estoniens dans le système de réserves obligatoires de la BCE et se conformer aux exigences statistiques dans ce domaine.

En raison de l'élargissement de la zone euro, les organismes soumis à déclaration et les BCN des autres pays membres de la zone ont dû déclarer, à compter de janvier 2011, leurs transactions (ou flux) et leurs encours sur les résidents de l'Estonie comme des statistiques ressortissant à la zone euro, et non plus comme des opérations avec des non-résidents de la zone.

En outre, l'Estonie et l'ensemble des autres pays de la zone euro ont fourni des données rétrospectives présentant un degré de ventilation géographique et sectorielle suffisamment détaillé, et remontant au moins à 2004, année où l'Estonie a adhéré à l'UE. Ces données historiques permettront de calculer des agrégats pour la zone euro dans sa nouvelle composition pour un certain nombre d'années avant l'élargissement.

En ce qui concerne la publication des statistiques de la zone euro, la BCE offre aux utilisateurs un accès en ligne à deux ensembles de séries chronologiques, l'un contenant des données relatives à la zone euro dans sa composition actuelle (intégrant l'Estonie) remontant aussi loin que le permettent les données disponibles, et l'autre faisant le lien entre les différentes compositions de la zone euro, en commençant par les onze pays qui la constituaient en 1999.

1 Les exigences statistiques de la BCE sont résumées dans le document intitulé *ECB statistics: an overview*, avril 2010

2 LES ASPECTS JURIDIQUES DE L'INTÉGRATION DE L'EESTI PANK DANS L'EUROSISTÈME

Conformément à l'article 140 du Traité, la BCE a examiné les statuts de l'Eesti Pank et d'autres aspects de la législation estonienne sous l'angle de leur conformité avec l'article 131 du Traité. La BCE a porté une appréciation favorable sur la compatibilité de la législation estonienne avec le Traité et les statuts du SEBC, sous réserve que les nouvelles modifications apportées à la législation estonienne entrent en vigueur en temps voulu, ainsi qu'il est indiqué dans le *Rapport sur la convergence* publié en mai 2010. La BCE a pris acte de l'adoption, le 22 avril 2010, de ces amendements par le Parlement estonien.

La BCE et l'Eesti Pank ont mis en place un certain nombre d'instruments juridiques visant à assurer l'intégration de l'Eesti Pank dans l'Eurosystème le 1^{er} janvier 2011. Le cadre juridique de l'Eurosystème a été adapté suite à la décision prise par le Conseil Ecofin, le 13 juillet 2010, d'abroger la dérogation accordée à l'Estonie¹. La BCE a adopté les instruments juridiques nécessaires à la libération du solde du capital et au transfert d'avoirs de réserve de change à la BCE² et a déterminé la clé de répartition des billets applicable à compter du 1^{er} janvier 2011³. Conformément à l'article 27.1 des statuts du SEBC, le Conseil des gouverneurs a adopté une orientation relative au commissaire aux comptes extérieur chargé de la vérification des comptes annuels de l'Eesti Pank à compter de l'exercice 2011⁴. La BCE a également révisé son cadre juridique et introduit, le cas échéant, des modifications tenant compte de la participation de l'Eesti Pank à l'Eurosystème. Elle a notamment examiné la législation estonienne mettant en œuvre le cadre juridique de l'Eurosystème pour la politique monétaire et TARGET2, ce qui a permis aux contreparties estoniennes de participer aux opérations d'*open market* de l'Eurosystème à partir du 3 janvier 2011. La BCE a également adopté une décision portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la BCE à la suite de l'introduction de l'euro en Estonie⁵. Enfin, il a été mis un terme à l'accord relatif à la participation de l'Eesti Pank au MCE II⁶.

L'introduction de l'euro en Estonie et l'intégration de la banque centrale de ce pays dans l'Eurosystème ont également nécessité des modifications de certains instruments juridiques estoniens. La BCE a été consultée sur la législation nationale régissant le passage à l'euro, les règles d'arrondi et la circulation fiduciaire en Estonie, ainsi que sur le dispositif de réserves obligatoires⁷.

Fin 2010, la loi relative à l'Eesti Pank et ses statuts avaient été mis en conformité avec les recommandations formulées dans les *Rapports sur la convergence* de la BCE de 2004, 2006, 2008 et 2010. L'Eesti Pank a consulté la BCE le 10 février 2010 sur des projets de modification de la loi relative à l'Eesti Pank et de ses statuts et la BCE a adopté un avis proposant des modifications qui ont été intégrées dans la version définitive de la loi et des statuts⁸.

1 Décision du Conseil 2010/416/UE du 13 juillet 2010 conformément à l'article 140, paragraphe 2, du Traité, concernant l'adoption de l'euro par l'Estonie le 1^{er} janvier 2011, JO L 196, 28.07.2010

2 Décision de la Banque centrale européenne du 31 décembre 2010 concernant la libération du capital, le transfert d'avoirs de réserve de change ainsi que la contribution aux réserves et aux provisions de la Banque centrale européenne par l'Eesti Pank (BCE/2010/34), JO L 11, 15.01.2011

3 Décision de la Banque centrale européenne du 13 décembre 2010 relative à l'émission des billets en euros (refonte), BCE/2010/29, JO L 35, 09.02.2011

4 Recommandation de la Banque centrale européenne du 8 octobre 2010 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de l'Eesti Pank (BCE/2010/16), JO C 282, 19.10.2010

5 Décision de la Banque centrale européenne du 26 octobre 2010 portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne à la suite de l'introduction de l'euro en Estonie (BCE/2010/18), JO L 285, 30.10.2010

6 Accord du 13 décembre 2010 entre la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des États membres n'appartenant pas à la zone euro modifiant l'accord du 16 mars 2006 fixant entre la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des États membres n'appartenant pas à la zone euro les modalités de fonctionnement d'un mécanisme de taux de change pendant la troisième phase de l'Union économique et monétaire, JO C 5, 08.01.2011

7 CON/2010/16 et CON/2010/60

8 CON/2010/20

Le Conseil Ecofin a consulté la BCE sur ses propositions de modifications de règlements du Conseil⁹ qui ont permis l'introduction de l'euro en Estonie et ont fixé le taux de change irrévocable de l'euro contre la couronne estonienne¹⁰. La BCE a accueilli favorablement les propositions de règlement et a pris acte du fait qu'elles permettraient l'introduction de l'euro en tant que monnaie de l'Estonie à la suite de l'abrogation de la dérogation accordée à l'Estonie conformément à la procédure définie à l'article 140(2) du Traité.

9 Règlement (UE) n° 671/2010 du Conseil du 13 juillet 2010 modifiant le règlement (CE) n° 2866/98 en ce qui concerne le taux de conversion de l'euro pour l'Estonie, JO L 196, 28.07.2010 et Règlement (UE) n° 670/2010 du Conseil du 13 juillet 2010 modifiant le règlement (CE) n° 974/98 en ce qui concerne l'introduction de l'euro en Estonie, JO L 196, 02.07.2010

10 CON/2010/52

3 LES ASPECTS OPÉRATIONNELS DE L'INTÉGRATION DE L'EESTI PANK DANS L'EUROSYSTÈME

À la suite de la décision du Conseil Ecofin, le 13 juillet 2010, relative à l'adoption de l'euro par l'Estonie le 1^{er} janvier 2011, la BCE a procédé aux préparatifs techniques en vue de la pleine intégration de l'Eesti Pank dans l'Eurosystème. Conformément aux dispositions du Traité, l'Eesti Pank a rejoint l'Eurosystème avec des droits et des obligations identiques en tous points à ceux des BCN des États membres de l'UE qui avaient déjà adopté l'euro.

Les préparatifs techniques en vue de l'intégration de l'Eesti Pank dans l'Eurosystème ont couvert un large éventail de domaines, notamment l'information financière et la comptabilité, les opérations de politique monétaire, la gestion des réserves de change et les opérations de change, les systèmes de paiement, les statistiques et la production des billets. En ce qui concerne les aspects opérationnels, les préparatifs ont comporté des essais à grande échelle des instruments, des procédures et des systèmes techniques relatifs à la mise en œuvre des opérations de politique monétaire et de change.

LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Par suite de l'introduction de l'euro par l'Estonie le 1^{er} janvier 2011, dix-huit établissements de crédit estoniens, dont la liste a été publiée sur le site internet de la BCE, ont été assujettis au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème à compter de cette date. L'entrée de l'Estonie dans la zone euro n'a que légèrement modifié les conditions de la liquidité dans l'Eurosystème. Le montant global des réserves obligatoires à constituer par les établissements de crédit de la zone euro s'est accru de moins de 0,2% (223 millions d'euros). Les facteurs autonomes de la liquidité en Estonie sur la période comprise entre le 1^{er} janvier et le 18 janvier 2011 se sont traduits par un retrait net de liquidité, accroissant le besoin de refinancement de l'ensemble du secteur bancaire de la zone euro de 1,1 milliard d'euros en moyenne.

Étant donné l'excédent de liquidité, les contreparties estoniennes n'ont présenté aucune

soumission aux opérations d'*open market* conduites début 2011, hormis une soumission pour un faible montant lors de l'opération réglée le 19 janvier.

En rejoignant la zone euro, l'Eesti Pank a également adopté le dispositif de garanties de l'Eurosystème, mais n'a déclaré aucun actif éligible aux opérations de crédit de l'Eurosystème à compter du 1^{er} janvier 2011.

LA CONTRIBUTION AU CAPITAL, AUX RÉSERVES ET AUX AVOIRS DE RÉSERVE DE CHANGE DE LA BCE

Le montant total de la part du capital souscrit de l'Eesti Pank s'élève à 19,3 millions d'euros, soit 0,1790% du capital souscrit de la BCE, qui se monte à 10,761 milliards au 1^{er} janvier 2011. Lors de son adhésion au SEBC le 1^{er} mai 2004, l'Eesti Pank a libéré 7% de sa part du capital souscrit à titre de participation aux coûts de fonctionnement de la BCE ; cette contribution s'est trouvée réduite à 3,75% lors de l'augmentation de capital de la BCE du 29 décembre 2010. Conformément à l'article 48.1 des statuts du SEBC, il est demandé à l'Eesti Pank de libérer le reliquat de sa contribution, qui s'élève à 18,5 millions d'euro. Le 1^{er} janvier 2011, l'Eesti Pank a effectué le premier versement au titre de sa contribution pour un montant de 12,6 millions d'euros et le reste du capital souscrit sera versé en deux autres tranches.

Début 2011, conformément aux articles 30 et 48.1 des statuts du SEBC, l'Eesti Pank a transféré à la BCE des avoirs de réserve de change pour un montant équivalent à 145,9 millions d'euros (85% sous forme d'avoirs libellés en yens japonais et 15% en or), calculé sur la base de sa part dans le capital souscrit de la BCE. L'Eesti Pank a choisi de conduire les activités opérationnelles liées à la gestion de sa part des avoirs de réserve de la BCE libellés en yens japonais dans le cadre d'un dispositif de gestion en commun des réserves avec la Suomen

Pankki – Finlands Bank. À la suite du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE, l'Eesti Pank a reçu de la BCE une créance libellée en euros conformément à l'article 30.3 des statuts du SEBC.

4 LE PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE EN ESTONIE

LES MODALITÉS DU PASSAGE À L'EURO

À la suite de l'abrogation par le Conseil Ecofin, le 13 juillet 2010, de la dérogation qui lui avait été accordée, l'Estonie a adopté l'euro comme monnaie officielle le 1^{er} janvier 2011. Le passage à l'euro fiduciaire s'est déroulé sans heurt et, après une période de deux semaines durant laquelle la couronne estonienne et l'euro ont circulé parallèlement, les billets et pièces en euros sont devenus la seule monnaie ayant cours légal en Estonie. Presque tous les distributeurs automatiques de billets (DAB) ne dispensaient plus que des billets en euros dès le 1^{er} janvier 2011. Les modalités du passage à l'euro fiduciaire avaient été définies dans un plan conçu en concertation avec les acteurs concernés.

La Suomen Pankki – Finlands Bank, qui agissait en qualité de contrepartie logistique, a fourni 44,9 millions de billets pour une contrevaletur de 1,47 milliard d'euros. L'Eesti Pank remboursera ce prêt sous forme de billets en 2012. Les numéros de série des billets dont l'Eesti Pank sera en charge de la production comporteront la lettre « D ». L'Eesti Pank s'est procuré 194 millions de pièces en euros pour une valeur de 58,4 millions d'euros auprès de la Monnaie de Finlande.

En valeur, 13 % des billets en euros empruntés et près de la moitié des pièces en euros fournies ont servi à la préalimentation du secteur bancaire pour approvisionner les DAB et assurer la sous-préalimentation. En outre, 700 000 sachets premiers euros contenant des pièces d'une valeur nominale totale de 12,79 euros ont été produits pour être distribués au grand public afin de réduire les fonds de caisse des commerçants pendant les premiers jours de janvier.

En liaison avec l'introduction de l'euro en Estonie, les BCN de la zone euro ont échangé au pair et à titre gratuit les couronnes estoniennes dès le premier jour ouvré de 2011 et jusqu'au 28 février 2011¹¹. Le montant échangé a été limité à 1 000 euros par client et par transaction sur la journée. En outre, en décembre 2010, les particuliers ont eu la possibilité d'échanger

gratuitement des couronnes contre des euros au taux de change fixe irrévocable auprès de toutes les banques d'Estonie. Les bureaux de poste estoniens ont également participé au passage à l'euro pendant la première quinzaine de janvier pour assurer l'approvisionnement en espèces des zones rurales.

À compter du 1^{er} janvier 2011, et pour une période de 6 mois, les couronnes peuvent être échangées contre des euros au taux de change fixe et sans frais dans toutes les agences bancaires offrant des services de caisse. Ensuite, de juillet à décembre 2011, les couronnes pourront être échangées contre des euros dans certaines agences.

L'Eesti Pank continuera d'assurer le remboursement des billets et des pièces en couronnes estoniennes pendant une durée illimitée.

LA CAMPAGNE D'INFORMATION SUR L'INTRODUCTION DE L'EURO

La BCE a travaillé en étroite collaboration avec l'Eesti Pank pour mettre en place une large campagne d'information en vue de préparer l'introduction de l'euro. Les différentes actions de communication mises en œuvre au cours de la campagne ont tenu compte des enseignements tirés des précédents passages à l'euro. Elles ont comporté des enquêtes d'opinion auprès du public, différentes publications imprimées et des pages internet dédiées. Pour la première fois depuis la Campagne d'information Euro 2002, on a eu recours à la publicité télévisée, et quatre messages publicitaires ont été diffusés entre novembre 2010 et la mi-janvier 2011. La campagne d'information organisée par la BCE et l'Eesti Pank visait à familiariser les professionnels manipulant des espèces et le grand public avec l'aspect visuel et les signes

¹¹ L'article 52 des statuts du SEBC dispose que le Conseil des gouverneurs de la BCE doit prendre les mesures nécessaires pour garantir que les billets libellés en monnaies dont les taux de change contre euro ont été irrévocablement fixés soient échangés au pair par les BCN de la zone euro. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a adopté le 24 juillet 2006 une orientation relative à l'échange de ces billets.

de sécurité des billets et des pièces en euros, ainsi qu'avec les modalités du passage à l'euro fiduciaire. Les partenaires de l'action de communication (principalement les banques et les autorités publiques) ont eu accès aux publications de la BCE en version imprimée de haute qualité, qu'ils ont pu adapter et utiliser pour leurs propres activités de communication.

Après concertation avec les associations d'aide aux aveugles, notamment l'Association des aveugles estoniens, la BCE a développé une « carte parlante » destinée aux malvoyants (un enregistrement au format MP3 fournit des informations générales sur le passage à l'euro fiduciaire).

Pour marquer le lancement de la campagne d'information sur l'euro en Estonie, le 19 septembre 2010, le président Trichet a remis une étoile symbolique contenant des billets de banque en euros au gouverneur Lipstok.



Vue intérieure de la façade à quadrillage de béton. La restauration de la *Grossmarkthalle* est un élément important des travaux de construction. L'aspect fondamental du bâtiment sera conservé, les façades et les surfaces étant restaurées conformément à l'arrêté de préservation du site.

CHAPITRE 4

LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES

I LA STABILITÉ FINANCIÈRE

L'Eurosystème contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités nationales compétentes en ce qui concerne la surveillance prudentielle des établissements de crédit et la stabilité du système financier. Il donne également des avis à ces autorités et à la Commission européenne sur la portée et l'application de la législation de l'UE dans ces domaines. Suite à l'instauration du Conseil européen du risque systémique (CERS) le 16 décembre 2010, le nouveau cadre de surveillance européen a été mis en place le 1er janvier 2011 avec la création de trois Autorités européennes de surveillance (AES) couvrant les banques, les marchés de titres, ainsi que les sociétés d'assurance et les fonds de pension. Ce cadre entraînera un renforcement substantiel de la structure de surveillance européenne tant au niveau micro-prudentiel que, pour la première fois, au niveau macro-prudentiel, puisque le CERS a reçu pour mandat d'identifier et de classer par ordre de priorité les risques systémiques pesant sur le secteur financier de l'UE, d'émettre des alertes et, le cas échéant, de formuler des recommandations sur les mesures correctrices destinées à maîtriser les risques décelés. La BCE « assurera le secrétariat du CERS et lui fournira ainsi un soutien analytique, statistique, administratif et logistique » (cf. chapitre 6)¹.

également les vulnérabilités de ces composantes du système financier.

Au cours de l'année 2010, la crise persistante des marchés des emprunts publics et du financement bancaire de la zone euro a mis à l'épreuve la confiance des marchés quant à la capacité du secteur bancaire de la zone euro à faire face aux risques futurs. Toutefois, l'engagement des pays de la zone euro à entreprendre ou à accélérer l'assainissement budgétaire, la création du Mécanisme européen de stabilisation financière (*European Financial Stabilisation Mechanism – EFSM*) et du Fonds européen de stabilité financière (*European Financial Stability Facility – EFSF*), le lancement du Programme pour les marchés de titres (*Securities Markets Programme – SMP*) de la BCE en mai, dans le cadre duquel sont effectuées des interventions sur les marchés des titres de la dette publique et privée de la zone euro, ainsi que l'annonce en juillet des résultats globalement positifs des tests de résistance menés à l'échelle de l'UE, ont tous largement contribué à la stabilisation des marchés au cours de l'été.³ Par ailleurs, la conclusion d'un accord sur la révision des régimes réglementaires s'appliquant aux banques opérant à l'échelle internationale (dispositif Bâle III), qui sera mis en œuvre de façon progressive afin de permettre au secteur bancaire de continuer à fournir du crédit à l'économie, a limité l'incertitude concernant les

I.1 LE SUIVI DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

I.1.1 LE SECTEUR BANCAIRE DE LA ZONE EURO

Les activités principales de la BCE, en collaboration avec le Comité de la surveillance bancaire (*Banking Supervision Committee – BSC*) du SEBC, consistent à surveiller les risques pesant sur la stabilité financière et à évaluer la capacité du système financier à absorber les chocs². L'analyse met l'accent essentiellement sur les banques, qui demeurent les principaux intermédiaires financiers en Europe. Toutefois, l'importance croissante des marchés financiers, des infrastructures financières et des autres institutions financières et de leurs interactions avec les banques nécessite que le SEBC suive

1 Règlement (CE) N° 1096/2010 du Conseil du 17 novembre 2010, JO L 331-15.12.2010.

2 Depuis fin 2004, la BCE publie la *Financial Stability Review*, rapport semestriel sur la stabilité du système financier de la zone euro. En 2010, elle a également publié des indicateurs structurels relatifs au secteur bancaire de l'UE, son rapport annuel sur la stabilité du secteur bancaire de l'UE et son rapport annuel sur les structures bancaires de l'UE, qui incluait cette année une annexe *ad hoc* sur la rentabilité des banques intitulée *Beyond RoE : How to measure bank performance*. Ces publications, qui présentent les principaux résultats du suivi de la structure et de la stabilité du secteur bancaire par le BSC, sont disponibles sur le site internet de la BCE.

3 L'exercice de tests de résistance menés à l'échelle de l'UE a été coordonné par le Comité européen des contrôleurs bancaires (*Committee of European Banking Supervisors – CEBS*), en étroite collaboration avec la BCE et la Commission européenne. Des descriptions détaillées de la méthodologie sont disponibles sur les sites internet du CEBS et de la BCE, et les résultats sont disponibles sur les sites internet du CEBS et des autorités nationales participantes.

besoins futurs des banques en fonds propres et en liquidité. Malgré ces évolutions, la situation économique et financière globale de la zone euro a continué de présenter des risques pour la stabilité financière, et des préoccupations concernant l'interaction entre les problèmes liés à la dette souveraine et les vulnérabilités du secteur bancaire dans certains pays de la zone se sont à nouveau fait jour au second semestre de l'année⁴. Par ailleurs, la réapparition de déséquilibres au niveau mondial au cours de l'année 2010 a représenté une autre source de risques importante, avec la forte volatilité associée des taux de change et l'éventualité d'une correction brutale de ces déséquilibres.

Les évolutions du secteur financier de la zone euro en 2010 se sont notamment caractérisées par des divergences considérables entre pays membres, reflétant dans une large mesure le processus de correction des déséquilibres passés, en cours dans certains pays. Dans un tel environnement, le calendrier et l'échelonnement de la sortie des mesures de soutien public encore en vigueur ont constitué un défi pour le système financier de la zone euro. Ces mesures devront toutefois être supprimées à moyen terme, sous peine de maintenir une inégalité de traitement entre les banques et entre les pays. Dans l'intervalle, les principaux risques ont continué d'englober la possibilité d'une persistance ou même d'un renforcement des inquiétudes concernant la soutenabilité des finances publiques, avec l'éventualité de nouvelles interactions négatives entre les finances publiques et le secteur financier. Même si les interactions négatives entre vulnérabilités ayant trait à la croissance économique, déséquilibres budgétaires et conditions de financement des banques n'ont été particulièrement présentes que dans un nombre limité de pays de la zone euro, les risques de contagion vers d'autres pays de la zone ont persisté.

Cela étant, pour l'avenir, le scénario de référence relatif à la stabilité financière de la zone euro est globalement favorable, grâce en partie à un environnement macroéconomique plus propice, à la transparence accrue s'agissant des expositions aux actifs des institutions

financières et aux mécanismes supplémentaires de soutien financier mis en place par les gouvernements et les banques centrales de la zone euro. Toutefois, l'incertitude entourant ces perspectives demeure élevée.

Les résultats des grands groupes bancaires complexes de la zone euro ont commencé à se redresser au cours des trois premiers trimestres 2010, tirés essentiellement par le dynamisme des produits nets d'intérêt, la baisse des provisions moyennes pour pertes sur prêts (qui se situent toutefois à un niveau encore élevé) et la stabilité des produits nets de commissions. Les produits nets d'intérêt ont continué d'être soutenus par l'accentuation de la pente de la courbe des rendements et par les marges encore relativement importantes appliquées par les banques aux nouveaux prêts. Par ailleurs, certains éléments indiquent que la croissance des prêts bancaires au logement a peut-être atteint un point de retournement au milieu de l'année 2010, à des degrés toutefois très divers selon les pays membres, tandis que les prêts bancaires aux sociétés non financières se redressaient beaucoup plus lentement. Enfin, les grands groupes bancaires complexes ont bénéficié d'une baisse importante du coût du risque, due à la fois à une évolution positive du cycle du crédit et à la reprise économique (stabilisation des taux de défaut et baisse des créances douteuses, par exemple). Ces grands groupes ont cependant enregistré une diminution considérable des revenus liés aux activités de marché au cours du deuxième trimestre 2010 (évolution inversée en partie seulement au troisième trimestre), en raison de la baisse des volumes de transaction, et de nombreux établissements ont encore affiché des pertes sur une partie de leurs portefeuilles d'actifs. Les ratios de solvabilité de ces grands groupes se sont de nouveau améliorés dans l'ensemble au cours des trois premiers trimestres 2010, grâce aux bénéfices réinvestis et aux efforts des banques pour augmenter leurs fonds propres.

⁴ Cette interaction a connu son point culminant en Irlande lorsque ce pays a demandé à bénéficier du programme de soutien financier de l'UE et du FMI le 21 novembre.

Toute interruption du récent redressement de la rentabilité de ces groupes aurait une incidence négative sur l'octroi de financements à l'économie réelle. En outre, l'amélioration de la qualité des expositions des banques au risque de crédit demeure fragile dans un certain nombre de pays.

1.1.2 AUTRES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

S'agissant des autres institutions financières, la situation du secteur des assurances de la zone euro s'est stabilisée en 2010. Cependant, les résultats ont été variables selon les assureurs et la modération de l'activité économique a continué de peser sur les performances en matière de souscriptions. Les résultats financiers des sociétés d'assurance ont toutefois été soutenus par l'ampleur relativement limitée des pertes et par la stabilité des revenus d'investissement. Dans l'ensemble, la rentabilité des grandes sociétés d'assurance n'a guère évolué tout au long de l'année 2010. Par ailleurs, les fonds propres sont également restés stables et semblaient présenter en moyenne une capacité raisonnable d'absorption des chocs.

Le secteur des assurances de la zone euro reste confronté à certains risques et défis, ce qui contribue à une certaine incertitude quant aux perspectives d'avenir. En particulier, la faiblesse des rendements des emprunts publics notés AAA continue de poser des problèmes aux assureurs (et aux fonds de pension) qui ont un stock important de contrats à rendement garanti assortis de taux garantis proches du niveau actuel des taux sans risque à long terme (ou supérieurs à ces taux). Dans le même temps, la modération du redressement de l'activité économique, et l'incertitude qui l'entoure, continue de peser sur les performances en matière de souscriptions des assureurs de la zone euro.

Le secteur des *hedge funds* a continué de se redresser en 2010. Les performances moyennes des activités de placement n'ont pas été aussi impressionnantes qu'en 2009, mais le retour des investisseurs vers ce secteur s'est poursuivi et les flux annuels nets sont redevenus positifs. Les investisseurs ont cependant eu tendance

à privilégier les *hedge funds* plus importants, dont la croissance peut également impliquer des risques concomitants plus élevés pour la stabilité financière. Par ailleurs, dans un contexte de bas taux d'intérêt nominaux et de tolérance accrue du risque de contrepartie de la part des *prime brokers*, les données limitées disponibles sur l'endettement des *hedge funds* indiquent un ré-endettement progressif de ce secteur, entraînant une vulnérabilité accrue aux différents risques liés à l'endettement.

1.2 LES DISPOSITIFS DE STABILITÉ FINANCIÈRE

En 2010, l'UE a entrepris une réforme en profondeur de son cadre de prévention, de gestion et de résolution des crises. Cette réforme (qui couvre un horizon de plusieurs années, conformément aux conclusions du Conseil Ecofin du 18 mai 2010) porte sur trois axes prioritaires de travail : a) l'élaboration d'un cadre de coordination des politiques de l'UE, b) le renforcement du cadre réglementaire de l'UE, et c) la mise en place de mécanismes permettant de garantir que le secteur financier supporte le coût net des crises financières. La BCE a activement participé à ces trois axes de travail tout au long de l'année.

En particulier, la BCE a soutenu la mise en œuvre d'un cadre global de coordination des politiques à l'échelle de l'UE pour la prévention, la gestion et la résolution des crises, impliquant le renforcement du rôle de coordination des politiques de stabilité financière joué par le Conseil Ecofin, ainsi que la mise en place de dispositifs de coordination permettant de définir clairement les rôles et les responsabilités des différents organes nationaux et de l'UE. Dans ce contexte, la mise en place d'ici mi-2011 de groupes transfrontaliers de stabilité (*cross-border stability groups* – CBSG) tels que définis dans le protocole d'accord de 2008 sur la stabilité financière transfrontalière⁵, pour tous

5 Cf. le Protocole d'accord sur la coopération entre les autorités de supervision financière, les banques centrales et les ministères des finances de l'Union européenne en matière de stabilité financière transfrontalière (ECFIN/CEFCPE(2008)REP/53106), Bruxelles, 1^{er} juin 2008

les grands groupes financiers transfrontaliers de l'UE, accompagnée de la signature d'accords de coopération transfrontalière (anciennement « accords spécifiques de coopération volontaire »), a été jugée utile pour le renforcement de la coordination des politiques sur une base bilatérale/multilatérale⁶.

Dans le domaine de la réglementation, l'Eurosystème a contribué en février 2010 à la consultation publique de la Commission sur un cadre de l'UE pour la gestion de crise transfrontalière dans le secteur bancaire⁷. L'Eurosystème a soutenu l'objectif de la Commission consistant à prendre l'initiative d'élaborer un cadre de résolution des crises au niveau de l'UE et à lever les obstacles à la gestion efficace des crises affectant les institutions financières transfrontalières de l'UE. L'Eurosystème a également suggéré plusieurs façons de traiter les problèmes dans les domaines des instruments d'intervention précoce, des transferts d'actifs intragroupe, de la « résolution des défaillances bancaires »⁸ et de l'insolvabilité.

En mai 2010, la Commission a publié sa *Communication sur les fonds de résolution des défaillances bancaires*, proposant la création à l'échelle de l'UE d'un réseau de fonds nationaux financés ex ante : les prélèvements financiers seraient ainsi utilisés au mieux, garantissant que les défaillances bancaires futures n'engendrent pas de coût pour les contribuables et ne déstabilisent pas le système financier. Dans le même esprit, le Conseil européen est convenu en juin que les États membres devraient instaurer des systèmes de prélèvements et de taxes sur les établissements financiers afin d'assurer une répartition équitable des charges et d'inciter les parties concernées à contenir les risques systémiques⁹. Dans ce contexte, la BCE a reconnu la nécessité d'assurer la coordination des différentes initiatives déjà prises par les pays afin de limiter le risque de voir apparaître des distorsions concurrentielles entre les marchés bancaires nationaux et de gêner la coopération transfrontalière lors des crises.

À cet effet, la BCE a apporté une contribution active aux travaux du groupe de travail ad hoc sur la gestion de crise du Comité économique et financier (CEF) en surveillant les différents systèmes de prélèvement au sein de l'UE et en faisant des recommandations sur les options envisageables pour traiter les problèmes à court terme, comme la double imposition et l'égalité des conditions de concurrence.

En octobre 2010, la Commission a publié une communication intitulée *Doter l'UE d'un cadre de gestion des crises dans le secteur financier* définissant les principaux éléments de la réforme qui fera partie des propositions législatives de l'UE en 2011. Au-delà de la priorité immédiate que constitue la mise en place de dispositifs efficaces de gestion de crise dans tous les États membres, cette communication comprend également une « feuille de route » présentant une vue à plus long terme de certains des principaux défis qu'il faudra relever afin d'assurer la gestion efficace des crises. L'Eurosystème soutient la proposition formulée par la Commission visant à améliorer le cadre réglementaire de l'UE pour la gestion et la résolution des crises. Un cadre global de gestion des crises garantirait notamment que la résolution constitue, en fin de compte, une option crédible, même dans le cas d'une institution transfrontalière d'importance systémique. La réalisation de cet objectif suppose non seulement que les autorités

6 Le 17 août 2010, le premier CBSG (le groupe de stabilité transfrontalière des pays nordiques et de la Baltique) a été créé par la signature d'un accord entre les autorités du Danemark, de l'Estonie, de la Finlande, de l'Islande, de la Lettonie, de la Lituanie, de la Norvège et de la Suède.

7 Le 20 octobre 2009, la Commission européenne a lancé une consultation publique sur sa communication intitulée *Un cadre européen pour la gestion de crise transfrontalière dans le secteur bancaire*, qui aborde une série de problèmes dans trois principaux domaines: a) l'intervention précoce, b) la résolution des défaillances bancaires, et c) l'insolvabilité.

8 La « résolution des défaillances bancaires » fait référence aux mesures prises par les autorités nationales de résolution pour gérer une crise touchant un établissement bancaire, limiter ses effets sur la stabilité financière et, en tant que de besoin, faciliter la liquidation ordonnée de tout ou partie de l'établissement.

9 À l'exception de la République tchèque, qui s'est réservé le droit de ne pas introduire ces mesures.

disposent d'une panoplie d'outils plus efficace, mais également des dispositions favorisant la coopération entre États membres lors des situations de crise. Une consultation publique sur les détails techniques de cette proposition a été lancée par la Commission le 6 janvier 2011¹⁰. En décembre 2010, dans ses conclusions sur la prévention, la gestion et la résolution des crises, le Conseil Ecofin a apporté son soutien à la Commission pour ses travaux législatifs à venir et invité le CEF à continuer de surveiller les systèmes nationaux de prélèvements et de taxes, afin d'assurer notamment l'égalité de traitement et une véritable coordination¹¹.

10 Pour plus de détails, cf. le site internet de la Commission européenne (<http://ec.europa.eu>).

11 Conclusions du Conseil sur la prévention, la gestion et la résolution des crises, 3054^e réunion du Conseil Ecofin, Bruxelles, 7 décembre 2010.

2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES

2.1 LE SECTEUR BANCAIRE

En 2010, la réglementation bancaire a évolué conformément au programme défini par le G20 lors des sommets de Londres et de Pittsburg en 2009, l'objectif final étant la mise en place d'un système financier plus résistant servant de support à une croissance économique robuste et stable. À cette fin, le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire (GHOS), l'instance de gouvernance du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, a décidé un renforcement notable des exigences en fonds propres en vigueur ainsi que l'introduction d'une régulation internationale du risque de liquidité¹². Ce programme de réformes, communément appelé « Bâle III », constitue une pierre angulaire du nouveau dispositif prudentiel international.

Les propositions de Bâle III comprennent une nouvelle définition des fonds propres réglementaires axée sur les éléments qui présentent la plus forte capacité d'absorption des pertes, comme les actions ordinaires et leurs équivalents pour les sociétés autres que les sociétés par actions. En plus de cette amélioration qualitative, le montant des exigences en fonds propres a été également nettement relevé. Le nouveau ratio minimal de fonds propres constitués des actions ordinaires (T1) a été porté à 4,5 % des actifs pondérés en fonction des risques et complété par un volant de fonds propres de conservation fixé à 2,5 %, destiné à faire face à de futures périodes de tensions. Avec les autres éléments de capital de niveau 1 (T1) et de niveau 2 (T2), cela porte le ratio effectif total des fonds propres, actuellement de 8 %, à 10,5 % des actifs pondérés des risques. En outre, un volant contracyclique pouvant varier de 0 % à 2,5 % des actifs pondérés des risques, susceptible d'être activé en cas de croissance excessive du crédit, sera appliqué en fonction des évolutions nationales du cycle de crédit. En réponse à la consultation de la Commission sur sa proposition relative aux volants de fonds propres contracycliques, l'Eurosystème a

apporté son soutien aux travaux en cours, au niveau international et au niveau de l'UE, visant à développer un mécanisme de volants de fonds propres contracycliques et a mis l'accent sur la nécessité d'une mise en œuvre homogène à ces deux niveaux. Tout en garantissant une égalité de traitement pour les banques opérant à l'échelle internationale en énonçant de façon aussi détaillée que possible les exigences relatives à la mise en œuvre des volants contracycliques dans la directive sur les fonds propres réglementaires, le CERS et l'Autorité bancaire européenne (ABE), au titre de leurs rôles respectifs au sein du cadre de surveillance européen, pourraient émettre des principes directeurs et des normes techniques en vue de définir des exigences supplémentaires permettant au cadre d'être réactif à l'évolution du système financier et aux différents chocs auxquels il est confronté¹³.

De plus, conformément au mandat du G20, les exigences fondées sur les risques seraient complétées par un ratio de levier indépendant du risque, transparent et permettant des comparaisons internationales.

La régulation du risque de liquidité est constituée de deux normes quantitatives-clés, s'attachant à limiter les distorsions en termes de besoins de liquidité à court terme et à imposer une exigence de liquidité structurelle à long terme, en vue de réduire la dépendance des banques vis-à-vis du refinancement interbancaire et d'autres sources de financement volatiles et de promouvoir un financement stable à long terme. Afin de faciliter le suivi du risque de liquidité et les échanges d'information entre superviseurs, les mesures quantitatives sont complétées par un ensemble d'instruments de suivi.

¹² Pour de plus amples informations, cf. *Basel III : A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems* et *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, publiés le 16 décembre 2010, et disponibles sur le site internet de la BRI (<http://www.bis.org>).

¹³ Cf. *Countercyclical capital buffer – position of the Eurosystem on the Commission's consultation*, disponible sur le site internet de la BCE.

En ligne avec ces évolutions réglementaires, la Commission européenne a lancé deux consultations. La première, lancée en février 2010, concerne les propositions de modifications de la directive sur l'adéquation des fonds propres concernant les normes de liquidité, la définition des fonds propres, les ratios de levier, les modifications du traitement du risque de contrepartie, les mesures contracycliques (y compris la possibilité pour les banques de procéder à un provisionnement dynamique au titre des pertes sur prêt anticipées), un recueil de règles unique et les institutions financières d'importance systémique. La deuxième consultation, lancée en octobre 2010, a trait à l'introduction d'un volant contracyclique.

La BCE soutient sans réserve la décision du GHOS et considère qu'il s'agit d'une étape cruciale sur la voie de la réalisation du mandat du G20. La crise a montré clairement que l'adoption de mesures destinées à renforcer la résistance du système financier devrait être une priorité essentielle. Nonobstant les coûts des réformes réglementaires, dont certains sont de nature transitoire, le nouveau cadre exercera des effets bénéfiques sur l'économie mondiale en limitant fortement les risques associés aux futures crises financières.

Néanmoins, la BCE estime que la mise en œuvre progressive de la réforme, qui devrait s'étaler sur la période comprise entre 2013 et 2019, reste essentielle et que toute nouvelle évolution doit être évaluée au regard du train de mesures déjà engagées. Pendant la période de transition, les exigences en fonds propres, les ratios de liquidité et le ratio de levier devront être évalués avec soin en ce qui concerne leur incidence sur les modèles d'activités particuliers, les secteurs bancaires spécifiques, les marchés financiers et la croissance économique. Parallèlement, il conviendra de veiller tout particulièrement à une mise en place homogène des nouvelles règles dans les différents États au niveau international.

Conformément au mandat du G20, en 2010, le Conseil de stabilité financière (CSF) a fait porter l'essentiel de ses efforts sur un autre

axe, l'élaboration d'un cadre bien intégré pour réduire les risques et les externalités associés aux institutions financières d'importance systémique. Le nouveau cadre reposera sur les fondements suivants : des outils permettant la résolution des défaillances des institutions financières d'importance systémique, b) une surveillance et un contrôle plus intensifs et efficaces, c) un noyau robuste d'infrastructures des marchés financiers pour réduire le risque de contagion, et d) des exigences complémentaires notamment en matière prudentielle pour renforcer la capacité d'absorption des pertes. En septembre 2010, dans un communiqué de presse publié après l'accord sur le calibrage du nouveau régime prudentiel, le GHOS a estimé que les établissements financiers d'importance systémique devraient disposer de capacités d'absorption des pertes supérieures aux normes fixées dans Bâle III.

La BCE approuve et soutient le travail du CSF dans cet important domaine. Étant donné que les institutions financières d'importance systémique opèrent à l'échelle mondiale, il demeure crucial que la communauté réglementaire coopère étroitement, sous l'égide du CSF, pour assurer un degré élevé de cohérence internationale dans ce domaine afin d'éviter que l'on ne s'écarte de conditions de concurrence équitables et de réduire autant que possible les risques d'arbitrage réglementaire.

2.2 LES VALEURS MOBILIÈRES

En 2010, les travaux se sont poursuivis s'agissant de la réglementation des *hedge funds*, des agences de notation et de la vente à découvert. Le G20 a réaffirmé son engagement en matière de renforcement de la surveillance des *hedge funds* et des agences de notation¹⁴. Au niveau européen, le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM) a exprimé sa préoccupation concernant les dangers potentiels de la vente à découvert¹⁵.

¹⁴ Déclaration du sommet de Toronto, G20, 26-27 juin 2010.

¹⁵ *Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, CERVM, mars 2010.

En ce qui concerne les *hedge funds*, un accord¹⁶ sur la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs s'est dégagé en octobre au sein du Conseil, et le Parlement européen s'est prononcé en faveur de cette proposition le 11 novembre 2010. Les objectifs de cette directive sont notamment d'assurer que tous les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs dépassant une certaine taille soient assujettis à des exigences appropriées en matière d'agrément et d'enregistrement, d'améliorer la gestion des risques et la bonne gouvernance, de renforcer la protection des investisseurs et de concevoir un cadre de suivi des risques macro-prudentiels. Sous réserve d'avoir rempli les conditions nécessaires, les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs obtiendront un passeport leur permettant de commercialiser des fonds auprès d'investisseurs professionnels dans l'ensemble du marché unique. La contribution de l'Eurosystème à la consultation de la Commission européenne relative aux *hedge funds* a réservé un accueil très favorable au renforcement de la transparence et de la surveillance macroprudentielle du secteur des *hedge funds* et souligné que l'introduction d'un cadre réglementaire exhaustif et harmonisé pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs dans l'UE pourrait constituer une première étape vers un consensus mondial. De plus, ce document a souligné l'importance de poursuivre le dialogue à l'échelle internationale afin d'assurer la mise en place d'un cadre coordonné au niveau mondial¹⁷.

En ce qui concerne les agences de notation, la Commission européenne a adopté une proposition modifiant la réglementation en vigueur¹⁸. Dans son avis sur la proposition¹⁹, la BCE s'est déclarée largement favorable aux mesures introduites en vue de renforcer le cadre réglementaire, en particulier celles attribuant des pouvoirs étendus à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) en ce qui concerne l'enregistrement et la surveillance des agences de notation de crédit et celles relatives à une transparence et une concurrence accrues sur le marché pour les notations des instruments financiers structurés.

Afin de répondre aux préoccupations concernant l'incidence des ventes à découvert dans les conditions extrêmes régnant sur les marchés en raison de la crise financière, les régulateurs du monde entier ont adopté une série de mesures. En Europe, le CERVM a proposé un régime paneuropéen de divulgation d'informations en mars 2010. La Commission européenne a également publié un document consultatif le 14 juin 2010. Dans sa réponse du 5 août 2010, l'Eurosystème a accueilli favorablement le régime de transparence proposé pour les actions de l'UE. Il a souligné que l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), conjointement avec d'autres autorités compétentes, devrait jouer un rôle central en situation d'urgence et que les interdictions ou les restrictions portant sur les ventes à découvert devraient être limitées dans le temps et dans leur champ d'application à ce qui est nécessaire pour faire face à des circonstances exceptionnelles. L'Eurosystème s'est déclaré largement favorable à la mise en application de mesures visant à prévenir les défauts de règlement dans le cadre des ventes à découvert non couvertes (« à nu ») et à l'attribution aux autorités compétentes de pouvoirs les autorisant à imposer temporairement des restrictions aux ventes à découvert. La proposition de règlement présentée ensuite par la Commission visait à renforcer l'harmonisation, la coordination et la transparence, ainsi qu'à réduire les risques systémiques, les risques menaçant l'intégrité des marchés et les risques de règlement²⁰.

16 Entre le Conseil, la Commission européenne et la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen

17 *European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution*, BCE, 25 février 2009

18 Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

19 Avis de la Banque centrale européenne du 19 novembre 2010 sur une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit (CON/2010/82).

20 Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, Commission européenne, 15 septembre 2010.

2.3 LES NORMES COMPTABLES

Les principales évolutions, en 2010, ont eu trait aux travaux en cours entrepris par le Conseil des normes de comptabilité financière (*Financial Accounting Standards Board-FASB*) et le Conseil des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Board-IASB*) en réponse à la demande du G20 de remédier aux faiblesses identifiées dans le sillage de la crise financière et d'harmoniser davantage les normes.

Invité par le G20 à améliorer l'implication des acteurs concernés dans la définition des normes, l'IASB a encore accru ses efforts de sensibilisation et de communication en vue d'encourager une large implication des parties prenantes dans ce processus.

Dans ce contexte, à de nombreuses occasions, la BCE a donné son avis à l'IASB sur plusieurs projets clé en matière comptable (notamment les normes comptables appliquées aux instruments financiers) et, plus généralement, sur les efforts de convergence réalisés par le FASB et l'IASB.

En avril 2010, la BCE a transmis des commentaires sur la suggestion de l'IASB d'introduire un « compte de résultat réglementaire » afin de répondre aux inquiétudes des autorités réglementaires. La BCE a souligné l'importance de maintenir une collaboration satisfaisante entre l'IASB et les régulateurs sur les questions d'évaluation en juste valeur et de provisionnement prospectif au sein du cadre comptable. En revanche, la BCE n'a pas soutenu l'introduction d'un compte de résultat réglementaire, puisque les exigences en matière d'information prévues dans le nouveau dispositif de fonds propres (Bâle III) ont déjà pris en compte les points soulevés en la matière par les propositions de l'IASB et puisqu'un compte de résultat réglementaire serait susceptible d'accroître la complexité et l'incertitude et d'entraîner la confusion sur le marché, ce qu'il convient d'éviter.

Le FASB et l'IASB ont accentué leurs efforts pour réduire la complexité des normes comptables en vigueur applicables aux instruments financiers en élaborant de nouvelles normes sur la classification et l'évaluation desdits instruments.

En 2010, ces deux instances de normalisation comptable ont poursuivi leurs travaux de renforcement de la reconnaissance comptable des provisions pour pertes sur prêt (dépréciation). À cet égard, la BCE a manifesté à plusieurs reprises un soutien sans réserves à une évolution vers un modèle des pertes attendues. De plus, la BCE a poursuivi sa contribution aux travaux du Comité de Bâle sur les normes comptables, qui visent notamment à répondre aux défis opérationnels posés par l'introduction d'une approche fondée sur les pertes attendues.

3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

L'Eurosystème contribue au renforcement de l'intégration financière européenne par le biais de : (a) la sensibilisation aux progrès en matière d'intégration financière et le suivi de ces avancées, (b) son rôle de catalyseur pour les activités du secteur privé en favorisant l'action collective, (c) la contribution au cadre législatif et réglementaire du système financier et l'action de réglementation directe, et (d) la fourniture de services de banque centrale favorisant également l'intégration financière.

LA SENSIBILISATION AUX PROGRÈS EN MATIÈRE D'INTÉGRATION FINANCIÈRE ET LE SUIVI DE CES AVANCÉES

En avril 2010, la BCE a publié la quatrième édition de son rapport annuel intitulé *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe).²¹ Ce rapport a pour objet principal de contribuer à l'avancement de l'intégration financière européenne et de sensibiliser le public au rôle de l'Eurosystème dans le soutien de ce processus, en fournissant des informations relatives au degré d'intégration et donc une base empirique pour des mesures visant à renforcer encore l'intégration financière. Le rapport évalue tout d'abord le degré d'intégration financière à partir d'un ensemble d'indicateurs qui sont également publiés deux fois par an sur le site internet de la BCE. En 2010, ces indicateurs ont continué d'être développés afin d'inclure, par exemple, des indicateurs de risque pour les marchés obligataires. Le rapport analyse également en détail quatre thèmes spécifiques : (a) *banking integration and supervision in the EU* (l'intégration et le contrôle bancaires dans l'UE), (b) *European covered bonds* (les obligations sécurisées européennes), (c) *harmonisation in the post-trading sector* (l'harmonisation du secteur post-marché), et (d) *stability implications of financial market integration and development* (conséquence de l'intégration et du développement des marchés financiers pour la stabilité financière). Le rapport conclut par une vue d'ensemble de la contribution de l'Eurosystème à l'intégration et au développement des marchés financiers en Europe en 2009.

La BCE a continué de participer au Réseau de recherche sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe, qui réunit des universitaires, des intervenants de marché, des décideurs et des banquiers centraux, et qui est géré en collaboration avec le *Center for Financial Studies* de l'université de Francfort-sur-le-Main. La treizième conférence organisée par le réseau sur le thème *Macroprudential Regulation as an Approach to Contain Systemic Risk: Economic Foundations, Diagnostic Tools and Policy Instruments* (Régulation macro-prudentielle en tant qu'approche pour maîtriser le risque systémique : fondements économiques, outils de diagnostic et instruments à la disposition des autorités) s'est tenue sous les auspices de la BCE à Francfort-sur-le-Main les 27 et 28 septembre 2010. Comme les années précédentes, la BCE a fait bénéficier cinq jeunes chercheurs du programme de parrainage *Lamfalussy (Lamfalussy Fellowship)* dans le cadre de ce réseau. Les priorités actuelles du réseau portent sur les points suivants : (a) les systèmes financiers en tant que gestionnaires, répartiteurs et créateurs de risque, (b) l'intégration et le développement des services financiers aux particuliers et la promotion des entreprises innovantes, et (c) la modernisation et la gouvernance financières ainsi que l'intégration du système financier européen aux marchés financiers mondiaux.

LE RÔLE DE CATALYSEUR DES ACTIVITÉS DU SECTEUR PRIVÉ

SEPA

L'Eurosystème a continué d'apporter son soutien au projet d'Espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*), qui a pour but de permettre aux particuliers, aux entreprises et aux administrations publiques d'effectuer des paiements scripturaux libellés en euros dans l'ensemble des pays participants à partir d'un même compte, en utilisant un ensemble unique d'instruments de paiement, avec autant de facilité, d'efficacité et de sécurité qu'ils le font aujourd'hui au niveau national.

²¹ *Financial integration in Europe*, BCE, avril 2010.

L'Eurosystème a publié le septième rapport d'étape SEPA en octobre 2010²². Ce rapport évalue les progrès réalisés dans la mise en œuvre du projet SEPA depuis la publication du précédent rapport en novembre 2008, soulignant les réalisations et attirant l'attention sur les insuffisances. En outre, en annexe au rapport, l'Eurosystème a établi une liste (non exhaustive) des jalons devant être franchis entre le quatrième trimestre 2010 et fin 2013 afin de faciliter la finalisation de la mise en place du SEPA et de la migration vers celui-ci. Les principales conclusions du rapport ont trait à la migration vers les virements SEPA et les prélèvements SEPA, aux paiements par carte, à l'innovation et à la sécurité des paiements de détail. Pour ce dernier point, l'Eurosystème a, entre autres, mis en place un forum destiné à suivre les évolutions du marché et à promouvoir l'harmonisation des attentes en matière de sécurité en Europe. Par ailleurs, l'Eurosystème a accueilli favorablement l'initiative de la Commission européenne d'imposer une date butoir pour la migration vers le SEPA par voie de règlement UE²³.

En décembre 2010, les virements SEPA représentaient 13,9 % du total des paiements par virement en euros. Outre l'indicateur relatif aux virements SEPA pour la zone euro, les indicateurs nationaux montrent que l'utilisation des virements SEPA varie encore considérablement d'un pays à l'autre²⁴. Par ailleurs, depuis l'introduction des prélèvements SEPA en novembre 2009, leur utilisation reste relativement modérée, représentant bien moins de 1 % de l'ensemble des prélèvements en euros en décembre 2010.

L'introduction des virements SEPA et des prélèvements SEPA a permis de jeter les bases à partir desquelles de nouvelles innovations sont possibles, comme des solutions de paiement en ligne ainsi que des paiements par téléphone mobile et la facturation électronique au niveau paneuropéen. En 2010, l'Eurosystème a examiné avec les intervenants de marché l'état d'avancement des différentes initiatives dans le domaine des paiements innovants.

À cette fin, la BCE a mené une enquête en ligne, en coopération avec les BCN, afin de mieux appréhender les différentes solutions disponibles dans les différents pays.

Des progrès doivent encore être réalisés, en particulier dans le domaine des paiements par carte SEPA. L'un des axes majeurs, pour lequel le secteur s'est fixé une date butoir à fin 2010, consistera à achever la migration des cartes à puce, des distributeurs automatiques de billets ainsi que des terminaux dans les points de vente vers la norme Europay MasterCard Visa (EMV)²⁵. Selon les indicateurs relatifs aux paiements par carte SEPA, un grand nombre de pays ont déjà achevé à 100 % leur migration vers la norme EMV. En 2010, une deuxième réunion a été organisée avec les parties prenantes au sujet d'un cadre de certification SEPA pour les cartes et les terminaux, avec pour objectif de parvenir à un processus d'évaluation et de certification unique. En outre, l'Eurosystème a apporté de nouvelles clarifications sur le principe de séparation des systèmes de cartes de paiement des entités assurant le traitement des paiements par cartes. L'Eurosystème estime qu'au moins un nouveau système européen de paiement par carte, respectant ses exigences ainsi que celles des autres parties prenantes, devrait voir le jour pour parvenir à un marché concurrentiel du paiement par carte SEPA ; plusieurs initiatives de marché sont d'ores et déjà en cours et leurs avancées continueront de faire l'objet d'un suivi.

En mars 2010, l'Eurosystème et la Commission européenne ont approuvé la création du Conseil SEPA avec pour objectif de répondre à la

22 *Single Euro Payments Area: Seventh Progress Report – Beyond theory into practice*, BCE, octobre 2010, disponible sur le site internet de la BCE.

23 Pour de plus amples détails, cf. infra la section intitulée « La contribution au dispositif réglementaire et législatif du système financier et l'action de réglementation directe ».

24 La masse critique, c'est-à-dire une part de marché supérieure à 50 %, a été atteinte au Luxembourg et à Chypre uniquement. Trois autres pays (la Slovaquie, la Belgique et l'Espagne) ont affiché une part de marché supérieure à 10 %.

25 La « norme EMV » est un ensemble de spécifications développées par le consortium EMVCo, qui contribuent à la standardisation au niveau mondial des transactions financières électroniques, notamment à l'interopérabilité mondiale des cartes à puce.

nécessité d'une gouvernance adéquate du projet SEPA et d'accroître l'implication des utilisateurs finaux. Ce nouvel organe global est présidé conjointement par la BCE et par la Commission européenne, et réunit des représentants de haut niveau du marché européen des paiements, du côté de la demande comme de l'offre²⁶.

LES MARCHÉS DE TITRES

En Europe, le marché des titres à court terme est essentiellement de nature domestique. Depuis 2001, l'initiative STEP (*Short-Term European Paper*), lancée par des intervenants de marché sous l'égide de la Fédération bancaire de l'Union européenne et de l'ACI – *The Financial Markets Association* – et pilotée par le Comité de marché STEP, a favorisé l'intégration du marché des titres de créance à court terme par le biais d'un noyau de normes et de pratiques de marché adoptées sur une base volontaire, qui peuvent être appliquées aux programmes d'émission de titres sur les marchés existants, tels que le marché de l'ECP (*Euro commercial paper*) et celui des TCN français.

L'Eurosystème a soutenu l'initiative STEP de deux manières. En premier lieu, jusqu'en juin 2010, l'Eurosystème a assisté le secrétariat STEP, sur la base d'un dispositif temporaire, dans le cadre du processus d'attribution du label STEP, la responsabilité finale de l'attribution ou du retrait de ce label demeurant cependant entièrement du ressort du secrétariat STEP. Depuis juillet 2010, le secrétariat STEP gère seul le processus d'attribution du label. En second lieu, la BCE fournit des statistiques relatives au marché STEP (cf. la section 4 du chapitre 2).

Les titres STEP ont été relativement épargnés par les turbulences sur les marchés financiers, l'encours total de ces titres s'élevant à 411 milliards d'euros en décembre 2010, soit légèrement au-dessus du niveau enregistré un an auparavant. Cette stabilité est due au fait que les critères STEP peuvent être appliqués à d'autres programmes de marché existants et que STEP est un marché reconnu par l'Eurosystème comme un marché non régulé, utilisé à des fins de garantie. La décision prise

par le Conseil des gouverneurs en octobre 2008 d'élargir temporairement la liste des actifs éligibles admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème en y incluant les titres STEP émis par les banques, c'est-à-dire les certificats de dépôt, a été suspendue à compter du 1^{er} janvier 2011.

Le label STEP a été introduit en 2006 et 173 programmes bénéficiant du label STEP étaient en place en décembre 2010.

En 2010, afin d'accroître la transparence dans le domaine des titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS), l'Eurosystème a lancé une consultation publique sur l'introduction d'un critère d'éligibilité pour les émetteurs d'ABS, en vue de fournir des données au niveau des prêts s'agissant des actifs servant de support à ces instruments. Les réponses à cette consultation ont été globalement positives et la BCE a poursuivi ses travaux en vue de la mise en œuvre d'un critère de ce type. En décembre 2010, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'imposer des obligations d'information prêt par prêt pour les ABS dans le cadre du dispositif de garanties de l'Eurosystème. Un marché de la titrisation qui fonctionne bien, aidé en cela par la standardisation et une transparence accrue, contribue à parachever le système financier européen et favorise l'intégration par le biais d'une meilleure comparabilité transfrontière des instruments.

LA CONTRIBUTION AU DISPOSITIF RÉGLEMENTAIRE ET LÉGISLATIF DU SYSTÈME FINANCIER ET L'ACTION DE RÉGLEMENTATION DIRECTE

La BCE a continué de participer au Groupe consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison II (*Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II* – CESAME II) de la Commission européenne et à celui qui lui a succédé, le Groupe d'experts sur les infrastructures de marchés financiers (*Expert Group on Market Infrastructures* – EGMI).

²⁶ Pour de plus amples détails, cf. le site internet du Conseil SEPA (<http://www.sepacouncil.eu>).

L'EGMI a pour mission de contribuer au développement d'un environnement post-marché efficient, sûr et solide dans l'UE. À cet effet, il donnera son avis à la Commission européenne sur diverses questions liées aux services post-marché et aux infrastructures de marché dans l'UE. Ces travaux sont étroitement liés à la mise en œuvre de TARGET2-Titres (T2S), la plate-forme de l'Eurosystème prévue pour le socle commun de services de règlement de titres, transfrontières et neutres, et visent à promouvoir l'harmonisation de l'environnement post-marché.

Dans la mesure où l'harmonisation du cadre juridique européen pour les paiements constitue le fondement de SEPA, l'Eurosystème s'est intéressé activement à la législation de l'UE dans ce domaine. L'Eurosystème a insisté à plusieurs reprises sur la nécessité de déterminer une date butoir ambitieuse mais réaliste pour la migration vers les virements et les prélèvements SEPA afin d'en tirer pleinement les bénéfices. L'Eurosystème a soutenu la proposition de la Commission d'imposer une date butoir par voie de règlement UE²⁷. L'Eurosystème escompte que les virements et les prélèvements SEPA deviendront les dispositifs de virement et de prélèvement utilisés pour les paiements en euros dans l'UE. Après la date de fin de migration, ils auront remplacé les anciens dispositifs nationaux de virement et de prélèvement pour les paiements en euros.

LA FOURNITURE DE SERVICES DE BANQUE CENTRALE FAVORISANT L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

TARGET2, la deuxième génération du système de paiement de montant élevé de l'Eurosystème, est la première infrastructure de marché à être complètement intégrée et harmonisée au niveau européen. L'Eurosystème a continué d'apporter des améliorations à TARGET2 et a mis en place, en novembre 2010, une nouvelle version du système (cf. la section 2.1 du chapitre 2).

T2S aura une incidence importante sur l'harmonisation et sur l'intégration de l'environnement post-marché en Europe. T2S permettra de supprimer de nombreux

« obstacles Giovannini »²⁸ à la compensation et au règlement-livraison transfrontières, notamment : (a) en offrant une plate-forme informatique unique avec une interface commune et un protocole de messagerie unique, (b) en introduisant des horaires harmonisés pour tous les marchés connectés, et (c) en étendant un modèle de règlement harmonisé unique incluant la livraison contre paiement en monnaie de banque centrale à toutes les transactions tant nationales que transfrontières. En 2010, plusieurs sous-groupes du Groupe consultatif T2S réunissant l'Eurosystème et des experts du secteur ont continué de travailler sur le développement et la mise en œuvre de normes et de pratiques de marché pour harmoniser les instructions et les processus dans le cadre de T2S. Au fur et à mesure de l'avancement des travaux relatifs à la mise en œuvre de T2S, de nouveaux domaines nécessitant une harmonisation ont été identifiés et ces questions ont été soit traitées directement dans le cadre du projet, soit soumises à CESAME II ou au groupe qui lui a succédé, l'EGMI (cf. la section 2.2 du chapitre 2), ou à d'autres organismes compétents.

Enfin, dans le domaine de la gestion des garanties, les travaux se sont poursuivis en 2010 s'agissant de la mise en place d'une plate-forme unique partagée (*Collateral Central Bank Management – CCBM2*) pour les BCN de la zone euro en vue de consolider et d'accroître l'efficacité des systèmes internes de l'Eurosystème et d'améliorer la liquidité et la gestion des garanties des contreparties (cf. la section 2.3 du chapitre 2).

27 Cf. Proposition de la Commission européenne de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des exigences techniques pour les virements et les prélèvements en euros et modifiant le règlement (CE) n° 924/2009 (COM(2010) 775 final), disponible sur le site internet de la Commission (<http://ec.europa.eu>).

28 Les « obstacles Giovannini » représentent un certain nombre d'obstacles à l'intégration d'une infrastructure de compensation et de règlement-livraison à l'échelle de l'UE. Ils ont été identifiés par le groupe Giovannini, groupe d'experts des marchés financiers qui conseille la Commission européenne. Les obstacles spécifiques identifiés figurent dans deux rapports du groupe Giovannini : *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, novembre 2001, et *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, avril 2003. Cf. également le site internet de la Commission européenne (<http://ec.europa.eu>).

4 LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Les systèmes de paiement, de compensation et de règlement – livraison de titres sont des infrastructures fondamentales nécessaires au bon fonctionnement des économies de marché. Ils sont indispensables à l'efficacité des flux de paiement des biens, des services et des actifs financiers, et leur bon fonctionnement est essentiel à la mise en œuvre de la politique monétaire de la banque centrale et au maintien de la stabilité financière et de la confiance dans la monnaie, dans le système financier et dans l'économie en général. Promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement est une mission essentielle de l'Eurosystème. Pour remplir cette mission, l'Eurosystème adopte une triple approche : il exerce un rôle opérationnel, conduit des activités de surveillance et agit en tant que catalyseur.

Au travers de sa fonction de surveillance, l'Eurosystème cherche à garantir la sécurité et l'efficacité des systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, des contreparties centrales traitant des opérations libellées en euros et des instruments de paiement, en assurant leur suivi et leur évaluation et, le cas échéant, en suscitant le changement.

En septembre 2010, la BCE a publié un ouvrage intitulé *The payment system – payments, securities and derivatives and the role of the Eurosystem* (Le système de paiement – paiements, titres et produits dérivés et le rôle de l'Eurosystème) qui fournit un aperçu global des concepts-clés d'une infrastructure de marché, de la configuration existant dans la zone euro et du rôle de l'Eurosystème, notamment sa fonction de surveillance.

4.1 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ ET LES FOURNISSEURS D'INFRASTRUCTURES

Les systèmes de paiement de montant élevé sont l'épine dorsale de l'infrastructure de marché de la zone euro et jouent un rôle important pour la stabilité et l'efficacité

du secteur financier et de l'économie dans son ensemble. L'Eurosystème applique un cadre de surveillance bien défini à l'ensemble des systèmes de paiement de montant élevé qui traitent des opérations libellées en euros, qu'il s'agisse de ses propres systèmes ou de ceux gérés par le secteur privé. Ce cadre s'appuie sur les Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique, définis par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et adoptés par le Conseil de gouverneurs en 2001. Ces principes sont complétés par les attentes de l'Eurosystème en matière de continuité opérationnelle des systèmes de paiement d'importance systémique, adoptées par le Conseil des gouverneurs en 2006 pour une mise en œuvre par le secteur au plus tard en juin 2009.

La performance opérationnelle globale et la fourniture de services des principaux systèmes de paiement réglant des opérations libellées en euros (TARGET, EURO 1 et CLS) et des fournisseurs d'infrastructures (comme SWIFT) ont été stables et robustes tout au long de l'année 2010.

TARGET2

En 2010, les autorités de surveillance de TARGET2 au sein de l'Eurosystème se sont concentrées sur les aspects du risque opérationnel qui méritaient la plus grande attention en termes de surveillance, selon l'Outil de catégorisation selon les risques (*Risk-Based Prioritisation Tool*)²⁹. Par conséquent, l'une des principales activités en matière de surveillance a été la finalisation de l'évaluation au regard des attentes de l'Eurosystème en matière de continuité opérationnelle, qui a confirmé que le cadre de continuité opérationnelle de TARGET2 est généralement bien établi et garantit qu'un niveau suffisamment élevé et cohérent de résistance a été atteint, même si des améliorations de certains éléments de ce cadre ont été recommandées. Les autorités de surveillance ont

²⁹ Cet outil permet aux autorités de surveillance de se concentrer sur les composantes et les domaines qui présentent les risques les plus élevés. Il est appliqué à TARGET2 depuis 2009.

également évoqué avec l'opérateur les suites à donner à l'évaluation exhaustive réalisée en 2009 et, en particulier, la recommandation relative au cadre de continuité opérationnelle. En outre, dans le contexte des activités de surveillance régulières, la méthodologie de gestion des incidents a été révisée.

De plus, une nouvelle version de TARGET2 est entrée en production le 22 novembre 2010. Avant son lancement, les autorités de surveillance ont évalué ses nouvelles fonctionnalités et, en particulier, l'offre d'accès internet à TARGET2, au regard des Principes fondamentaux applicables. Les autorités de surveillance ont conclu que, globalement, la nouvelle version n'aurait pas de conséquence négative sur le respect des Principes fondamentaux, et que plusieurs modifications faisant disparaître certaines faiblesses du système se traduiront par une amélioration des services rendus par TARGET2 à ses clients.

Le simulateur TARGET2, outil analytique reposant sur les données relatives aux paiements, a été progressivement mis à la disposition des banques centrales de l'Eurosystème depuis le 1^{er} juillet 2010. Après un réglage minutieux, cet outil permettra aux autorités de surveillance notamment de reproduire de manière très proche et de tester la résistance du processus de règlement de TARGET2, en s'appuyant sur un ensemble de données paneuropéennes sur l'activité de TARGET2, incluant toutes les opérations, des informations sur la liquidité et sur les participants.

EURO 1

EURO 1 est un système de paiement de montant élevé pour les opérations transfrontières et domestiques en euros entre banques exerçant leur activité dans l'UE. Sa gestion est assurée par la société de compensation ABE Clearing, fondée par l'Association bancaire pour l'euro. EURO 1 fonctionne sur une base nette multilatérale. Les positions de fin de journée des participants à EURO 1 sont réglées, en définitive, en monnaie de banque centrale *via* le système TARGET2, la BCE agissant en tant qu'agent de règlement.

Trois activités principales de surveillance relatives à EURO 1 ont été menées en 2010. Premièrement, l'évaluation de la conformité du système au regard des attentes de l'Eurosystème en matière de continuité opérationnelle a été achevée. Suite à cette évaluation, quelques recommandations mineures relatives à EURO 1 ont été transmises à la société ABE Clearing pour qu'elle prenne des mesures, afin de parvenir à une conformité intégrale avec les attentes en matière de continuité opérationnelle. Deuxièmement, la BCE, en étroite collaboration avec la Deutsche Bundesbank, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia et De Nederlandsche Bank, a lancé un processus d'évaluation complète d'EURO 1 au regard des Principes fondamentaux. Enfin, conjointement avec la Banca d'Italia, la BCE a évalué une modification importante apportée à EURO 1 en 2010. Il s'agissait notamment de la migration de son processus de règlement de fin de journée depuis l'interface de participant FIN vers l'interface de système exogène (ISE) XML de TARGET2. L'évaluation a conclu que cette migration n'aura pas de conséquence négative pour la conformité d'EURO 1 aux Principes fondamentaux. Depuis le 7 juin 2010, EURO 1 a effectué avec succès ses règlements quotidiens via l'interface de système exogène de TARGET2. Globalement, le système EURO 1 a fonctionné sans heurt tout au long de 2010.

LE SYSTÈME CLS (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM)

Géré par la CLS Bank International (CLS Bank), le système CLS a été instauré en septembre 2002. Le système offre des services de règlement multidevises synchronisé (sur la base d'un mécanisme de paiement contre paiement) des instructions de paiement liées aux opérations de change. Grâce à ce mécanisme, le système CLS supprime presque entièrement le risque en principal lié au règlement des opérations de change. Ses règlements s'effectuent actuellement dans dix-sept des principales devises du monde, notamment l'euro, le dollar, le yen, la livre sterling et le franc suisse.

Étant donné que la CLS Bank est implantée aux États-Unis, le Système fédéral de réserve assure la responsabilité première de la surveillance de CLS dans le cadre d'un accord de surveillance coopérative auquel participent les banques centrales du G10 et les banques centrales dont la monnaie est réglée dans le système. La BCE (en étroite coopération avec les BCN de la zone euro) participe à cet accord de surveillance coopérative et assure la responsabilité première de la surveillance du règlement en euros par CLS.

En 2010, les activités de surveillance coopérative de CLS ont été principalement axées sur l'amélioration de la capacité opérationnelle de CLS (en réponse aux pics atteints en mai 2010 en termes de nombre d'opérations quotidiennes) et le suivi des nouvelles évolutions des activités et des initiatives de CLS.

SWIFT

SWIFT est important du point de vue de la stabilité financière dans la mesure où il offre des services de messagerie sécurisée à la communauté financière de plus de 210 pays dans le monde. SWIFT est une société coopérative à responsabilité limitée, implantée en Belgique. Au travers de sa participation, avec les autres banques centrales du G10, à la surveillance coopérative de SWIFT, la BCE contribue à différentes activités de surveillance réalisées par le groupe de surveillance coopérative, la Banque nationale de Belgique assurant la responsabilité première de la surveillance. En 2010, les activités du groupe ont principalement porté sur la mise en œuvre du programme d'architecture distribuée destiné à redéfinir l'architecture technique de SWIFT, essentiellement avec la création de deux zones de messages (européen et transatlantique), la construction d'un centre opérationnel supplémentaire en Europe et la mise en place d'un nouveau centre de commande et de contrôle en Asie. Les autres principales activités de surveillance en 2010 ont porté sur l'examen de la performance opérationnelle et de la disponibilité des services SWIFT ; le suivi des nouveaux projets susceptibles d'avoir une incidence sur la confidentialité, l'intégrité et

la disponibilité des services critiques SWIFT ; et sur l'examen des éventuelles conséquences pour la résilience et la disponibilité des services de messagerie d'un programme d'optimisation des coûts lancé par SWIFT. Le niveau de disponibilité du réseau SWIFTNet FIN en 2010 était de 99,99 %.

4.2 LES SYSTÈMES ET LES INSTRUMENTS DE PAIEMENT DE DÉTAIL

La surveillance exercée par l'Eurosystème couvre également les systèmes et les instruments de paiement de détail.

STEP2 est un système de paiement transfrontière pour les paiements de masse en euros exploité par la société ABE Clearing, dont la BCE assure la responsabilité première de la surveillance. La BCE a continué d'assurer le suivi des services STEP2 en 2010, en veillant à leur disponibilité et à leur bon fonctionnement. Une évolution majeure est intervenue en 2010, à savoir le déploiement d'une nouvelle fonctionnalité multi-cycle du service de virement SEPA qui permet aux banques ayant adhéré à STEP2 d'échanger et de régler des virements SEPA plusieurs fois par jour.

En 2010, l'Eurosystème a réalisé de nouvelles avancées dans les évaluations individuelles des dispositifs de paiement par carte fonctionnant dans la zone euro au regard des normes de surveillance qu'il avait instaurées en janvier 2008. À la suite d'une procédure de vérification par les pairs, un rapport sur les résultats d'ensemble des évaluations devrait être publié en 2011.

L'Eurosystème a publié la version finale des cadres de surveillance des dispositifs de virement et de prélèvement et les appliquera au virement SEPA et au prélèvement SEPA. Chaque BCN pourra par ailleurs choisir d'appliquer ces normes à la surveillance des instruments nationaux de paiement (hors instruments SEPA), si elle le juge opportun.

4.3 LA COMPENSATION ET LE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES ET DE PRODUITS DÉRIVÉS

L'Eurosystème porte un grand intérêt au bon fonctionnement des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres, les défaillances survenant lors de la compensation, du règlement et de la conservation des titres utilisés en garantie des opérations de l'Eurosystème pouvant compromettre la mise en œuvre de la politique monétaire, le bon fonctionnement des systèmes de paiement et le maintien de la stabilité financière.

INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ

En réponse aux engagements du G20 annoncés aux sommets de Pittsburgh et de Toronto d'assurer de réelles avancées vers la négociation électronique et l'utilisation des contreparties centrales pour les produits dérivés de gré à gré standard, ainsi que vers la déclaration de tous les contrats de gré à gré dans les référentiels centraux de données, d'importants travaux de suivi ont été menés tout au long de 2010. Ces travaux recouvraient notamment des initiatives législatives dans les principales juridictions, notamment l'UE et les États-Unis, visant à imposer la compensation centrale de tous les produits dérivés éligibles, la déclaration effective de tous les contrats auprès des référentiels centraux de données, et la mise en place d'exigences pour garantir la sécurité et la robustesse des infrastructures de produits dérivés de gré à gré. Dans l'UE, où le cadre général pour les contreparties centrales reposait auparavant sur des recommandations non contraignantes du SEBC et du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, des initiatives législatives relatives aux infrastructures de produits dérivés de gré à gré ont été complétées par des propositions visant à instaurer un ensemble plus large de règles communes pour les contreparties centrales dans l'UE, applicables à toutes les catégories de produits financiers. La Commission européenne a présenté une proposition de règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties

centrales et les référentiels centraux de données le 15 septembre 2010. La BCE a été étroitement associée à l'élaboration de cette proposition législative. Une contribution de l'Eurosystème à la consultation de la Commission à ce sujet a été publiée en juillet 2010.

Afin de favoriser la convergence des approches législatives entre juridictions, les instances internationales de normalisation ont beaucoup travaillé à l'élaboration de directives communes pour les infrastructures de produits dérivés de gré à gré. En mai 2010, le CSPR et l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) ont soumis deux documents à consultation publique : *Guidance on the application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC derivatives CCPs* (Directives pour l'application des recommandations CSPR-OICV de 2004 aux contreparties centrales pour les produits dérivés de gré à gré) et *Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets* (Réflexions relatives aux référentiels centraux de données pour les marchés de produits dérivés de gré à gré). Les conclusions de ces travaux, qui étaient co-présidés par la BCE, seront intégrées à la révision générale par le CSPR-OICV des normes internationales applicables aux infrastructures des marchés financiers, et un projet de normes révisées devrait être publié pour consultation début 2011. Compte tenu de la dimension internationale des marchés de produits dérivés de gré à gré et de la nécessité qui en découle d'écarter toute possibilité d'arbitrage réglementaire, il sera essentiel de veiller à ce que toutes les dispositions législatives nationales et régionales soient appliquées de façon à garantir une grande conformité avec les normes CSPR-OICV.

Dans cette même optique, le Conseil de stabilité financière a élaboré des propositions visant à garantir que les autorités adoptent une approche commune dans la mise en œuvre des recommandations du G20 appelant à étendre la normalisation, la compensation centrale des contrats de gré à gré, les plates-formes de négociation organisées, et la déclaration des contrats de produits dérivés de gré à gré

auprès des référentiels centraux de données. La BCE a participé au groupe de travail du CSF qui a élaboré ces propositions, publiées le 25 octobre 2010.

TARGET2-TITRES

TARGET2-Titres vise à offrir un gisement unique sans frontières de titres et un processus de règlement central et neutre.

Des informations plus détaillées relatives à l'architecture et au cadre opérationnel et juridique de T2S ont été publiées au cours de 2010, et l'Eurosystème a organisé des ateliers réunissant les banques centrales et les autorités de surveillance concernées afin d'analyser le caractère critique de T2S pour les infrastructures de paiement et les dépositaires centraux de titres qui utiliseront ses services. En outre, dans la mesure où T2S offrira des services transfrontières aux dépositaires centraux et aux infrastructures de paiement, tant de la zone euro que de pays tiers, un nombre important d'autorités de surveillance et de contrôle, ainsi que de banques centrales émettrices de monnaies éligibles aux règlements dans T2S, auront intérêt à recevoir des informations de T2S pour pouvoir exercer leurs missions statutaires. Jusqu'à présent, les autorités compétentes ont toutes soutenu l'idée d'un cadre de coopération pour la surveillance et la supervision des services T2S. Le cadre de coopération en cours d'examen ne modifierait ni les pouvoirs statutaires des différentes autorités sur les systèmes nationaux, ni l'exercice de ces pouvoirs. Les parties prenantes de T2S seront informées dès que les détails du cadre de coopération auront été approuvés. Un examen préliminaire de l'architecture de T2S a été engagé durant la phase de développement par toutes les autorités concernées.

opérationnelle par les systèmes de paiement d'importance systémique opérant dans les pays de la zone euro. Outre TARGET2 et EURO 1, l'évaluation couvre les systèmes de paiement de masse d'importance systémique. Les résultats ont confirmé que les opérateurs des systèmes évalués maintiennent une qualité élevée de leurs dispositifs de continuité opérationnelle et de communication de crise. Des recommandations ont été publiées en réponse à un certain nombre d'insuffisances qui ne présentent pas de risque significatif.

4.4 AUTRES ACTIVITÉS

En septembre 2010, la BCE a publié un rapport qui résume les résultats d'une évaluation exhaustive de la mise en œuvre des attentes de l'Eurosystème en matière de continuité



La *Grossmarkthalle* accueillera un espace visiteurs, un restaurant d'entreprise, une cafétéria et des salles de conférence. Ces espaces s'intégreront dans l'ancien marché couvert selon le principe de « la maison dans la maison », nécessitant une nouvelle armature renforcée ; le sol d'origine ainsi que ses sous-structures ont par conséquent été retirés en 2010.

CHAPITRE 5

LES QUESTIONS EUROPÉENNES

I LES QUESTIONS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

En 2010, la BCE a continué d'entretenir des contacts réguliers avec les institutions et instances européennes, en particulier avec le Parlement européen, l'Eurogroupe, le Conseil Ecofin et la Commission européenne. Le président de la BCE a régulièrement participé aux réunions de l'Eurogroupe, de même qu'à celles du Conseil Ecofin lorsque des questions relatives aux objectifs et aux tâches du SEBC y étaient examinées. Le président de la BCE a par ailleurs été invité à participer aux réunions du Conseil européen, ainsi qu'à des réunions informelles des chefs d'État ou de gouvernement, lorsque des questions relatives à la réaction de l'UE à la crise économique et financière y étaient abordées. Le président de l'Eurogroupe et le Commissaire aux Affaires économiques et monétaires ont assisté à des réunions du Conseil des gouverneurs lorsqu'ils le jugeaient opportun.

LA RÉACTION DE L'UE À LA CRISE FINANCIÈRE

La crise économique et financière est entrée dans une nouvelle phase début 2010, alors que les déséquilibres budgétaires dans certains pays de la zone euro commençaient à se traduire par un accroissement des tensions sur les marchés de la dette souveraine. En particulier, la hausse des rendements des obligations souveraines grecques a créé un risque d'effets de contagion négatifs menaçant la stabilité de l'ensemble de la zone euro. Par conséquent, le 2 mai 2010, les pays de la zone euro ont convenu d'activer, conjointement avec le FMI, un programme triennal d'aide financière en faveur de la Grèce¹. Le dispositif financier dégageait 80 milliards d'euros sous la forme de prêts bilatéraux accordés par les pays de la zone euro et comportait un accord de confirmation du FMI à hauteur de 30 milliards d'euros. Le décaissement des fonds a été subordonné à la mise en œuvre, par les autorités grecques, de l'ambitieux programme d'ajustement budgétaire et de réformes structurelles globales négocié par la Commission européenne et le FMI, en collaboration avec la BCE². La BCE a participé, avec la Commission européenne et le FMI, aux missions d'examen de la situation en Grèce.

En dépit de ces mesures, les tensions régnant sur les marchés financiers ont continué à croître et se sont brutalement intensifiées les 6 et 7 mai 2010. En réponse à cette situation, le 7 mai, les chefs d'État ou de gouvernement des pays de la zone euro ont demandé au Conseil Ecofin de décider de l'instauration d'un mécanisme de stabilisation destiné à préserver la stabilité financière en Europe. Le 9 mai, les États membres de l'UE ont convenu de mettre en place deux dispositifs de stabilité financière pour fournir un soutien financier aux États membres de l'UE subissant de graves perturbations économiques ou financières. Premièrement, le Conseil Ecofin a adopté un règlement établissant le mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), qui permet à la Commission européenne de mobiliser jusqu'à 60 milliards d'euros pour le compte de l'UE afin de venir financièrement en aide aux États membres faisant face à de graves difficultés liées à des événements exceptionnels échappant à leur contrôle. Deuxièmement, les pays de la zone euro ont créé un instrument intergouvernemental, le Fonds européen de stabilité financière (FESF). Il s'agit d'une société anonyme autorisée à émettre des titres de créance, garantis à concurrence de 440 milliards d'euros au total, au *pro rata*, par les pays de la zone euro, afin de financer des prêts aux pays de la zone euro en proie à des difficultés financières. Les prêts consentis dans le cadre du MESF et du FESF sont soumis à une forte conditionnalité et s'inscrivent dans le cadre de programmes conjoints avec le FMI, qui devrait fournir des financements à hauteur de 50 % au moins de la contribution UE/zone euro à chaque programme.

Le 21 novembre, l'Irlande a demandé l'aide financière du FMI, de l'UE et des pays de la zone euro. La BCE a accueilli favorablement cette demande et a convenu avec la Commission européenne, le Conseil Ecofin et l'Eurogroupe que l'octroi d'une aide à l'Irlande était justifié afin de garantir la stabilité financière dans l'UE

¹ La Slovaquie a décidé de ne pas participer au programme.

² Cf. la section 6.3 du chapitre 2 pour l'encours des prêts consentis à la Grèce

et dans la zone euro. Le programme a été conclu avec les autorités irlandaises par la Commission et le FMI, en coopération avec la BCE, et est soumis à une forte conditionnalité.

Les 16 et 17 décembre, le Conseil européen a convenu de mettre en place un mécanisme européen de stabilité (MES). Il remplacera le FESF et le MESF à partir de juin 2013. Le Conseil européen a invité les ministres des Finances de la zone euro et la Commission à achever, d'ici mars 2011, les travaux portant sur l'accord intergouvernemental instituant le MES. Les pays non membres de la zone euro seront associés à ces travaux s'ils le souhaitent. Ils peuvent décider de participer à des opérations menées dans le cadre du mécanisme, au cas par cas. Le Conseil européen a également approuvé le texte visant à apporter une légère modification au Traité pour prendre en compte cette décision. Cette modification sera adoptée au moyen d'une procédure de révision simplifiée.

LE PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

Le 16 février 2010, le Conseil Ecofin a adopté des décisions dans le cadre du dispositif de surveillance budgétaire concernant deux pays de la zone euro (la Grèce et Malte) et cinq pays extérieurs à la zone euro (la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie). Le Conseil a repoussé le délai prévu pour corriger le déficit excessif de 2010 à 2011 dans le cas de Malte, et de 2011 à 2012 dans le cas de la Lituanie et de la Roumanie, en raison de la dégradation pire que prévue de leurs économies. S'agissant de ces deux derniers pays, le Conseil a estimé, le 19 octobre, que l'action entreprise était adéquate et qu'aucune mesure supplémentaire ne s'imposait à ce stade dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs (PDE). Par ailleurs, le Conseil a évalué l'action engagée par la Lettonie, la Hongrie et la Pologne, et a décidé que ces trois pays avaient à ce stade agi conformément aux recommandations de la PDE et qu'aucune mesure supplémentaire n'était requise. En ce qui concerne la Grèce, le Conseil a adressé une recommandation à ce pays se référant aux

grandes orientations de politique économique et l'a rendue publique. De plus, il a identifié une liste de mesures structurelles et budgétaires que la Grèce devrait adopter pour corriger son déficit excessif d'ici 2012. La Grèce a aussi été invitée à présenter au Conseil et à la Commission européenne un rapport précisant les mesures et leur calendrier de mise en œuvre pour atteindre les objectifs budgétaires fixés pour 2010. Enfin, la Grèce est tenue de faire régulièrement et publiquement un rapport de suivi sur les mesures prises³.

En mai 2010, à la suite d'une volatilité considérable sur les marchés de la dette souveraine, les États membres ont exprimé leur engagement politique fort envers l'assainissement budgétaire. Dans leur déclaration du 7 mai, les chefs d'État ou de gouvernement des pays de la zone euro se sont engagés à garantir la stabilité, l'unité et l'intégrité de la zone euro et ont convenu de prendre toutes les mesures nécessaires pour atteindre leurs objectifs budgétaires, conformément aux recommandations de la PDE. Dans les conclusions du Conseil Ecofin du 9 mai, les États membres ont réaffirmé leur ferme détermination à accélérer l'assainissement budgétaire, dans les cas où cela se justifie.

Le 13 juillet, le Conseil a décidé que deux autres pays de la zone euro (Chypre et la Finlande) et deux pays extérieurs à la zone euro (la Bulgarie et le Danemark) se trouvaient en situation de déficit excessif et a fixé des délais (2011 pour la Bulgarie et la Finlande, 2012 pour Chypre et 2013 pour le Danemark) pour qu'ils ramènent le déficit de leurs administrations publiques sous la valeur de référence de 3 % du PIB. Le Conseil a également évalué l'action engagée par onze pays de la zone euro (la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie et la Slovaquie) et par deux pays extérieurs à la zone euro (la République tchèque et le Royaume-Uni) faisant l'objet d'une PDE.

³ Le 10 mai 2010, le Conseil a prolongé le délai pour la correction du déficit excessif en Grèce jusqu'en 2014.

Il a conclu que tous les pays avaient jusqu'alors agi conformément aux recommandations de la PDE et qu'aucune mesure supplémentaire ne s'imposait à ce stade dans le cadre de celle-ci. Toutefois, dans le cas de l'Irlande, le Conseil a décidé, le 7 décembre, de prolonger d'un an le délai prévu pour corriger le déficit excessif, de 2014 à 2015, en raison d'événements économiques négatifs et inattendus ayant des conséquences très défavorables sur les finances publiques.

À la suite de ces décisions, tous les États membres, à l'exception de l'Estonie, du Luxembourg et de la Suède, font l'objet d'une PDE, les délais pour la correction allant de 2011 à 2015.

La BCE salue les décisions relatives aux nouvelles PDE. S'agissant de l'évaluation de l'action entreprise, pour certains pays, l'ajustement structurel a été, en 2010, quelque peu moins important que prévu dans les recommandations du Conseil, alors que les efforts structurels planifiés sont également restés en deçà des recommandations.

LA STRATÉGIE EUROPE 2020

Le 17 juin 2010, le Conseil européen a adopté la stratégie « Europe 2020 : une stratégie pour l'emploi et une croissance intelligente, durable et inclusive ». La stratégie entend renforcer le potentiel de croissance et fournit un cadre cohérent aux États membres pour mettre en œuvre des réformes structurelles et mobiliser des politiques et des instruments au niveau européen. Elle s'appuie sur les acquis de son prédécesseur, la stratégie de Lisbonne, et remédie à certaines insuffisances de celle-ci, notamment en renforçant le rôle du Conseil européen et en comptant davantage sur des initiatives lancées à l'échelle européenne, en particulier les sept « initiatives phares » thématiques. Afin de guider la prise de décision, le Conseil européen a défini plusieurs objectifs quantitatifs devant être atteints à l'horizon de la stratégie et liés à l'emploi, à la R&D, au changement climatique et à l'énergie, à l'éducation et à la pauvreté. La stratégie Europe 2020 sera mise en œuvre

début 2011. La BCE salue les changements apportés à la gouvernance, en particulier le rôle plus influent du Conseil européen et l'introduction du « semestre européen ». Durant le « semestre européen » (les six premiers mois d'une année), le Conseil européen recensera les grands défis économiques et formulera des orientations stratégiques sur les politiques à suivre, dont les États membres devront tenir compte. En outre, la BCE se réjouit de l'introduction de nouveaux instruments, comme le pilier thématique au niveau européen, lequel se concentrera sur des réformes structurelles dans les domaines de l'innovation et de la R&D, de l'énergie et du changement climatique, de l'emploi, de l'éducation et de l'inclusion sociale. Ce pilier thématique est soutenu par sept initiatives phares proposées par la Commission et destinées à soutenir les efforts de réforme des États membres dans ces domaines. Ces initiatives devraient renforcer le cadre de surveillance des États membres, et, partant, permettre d'atteindre les objectifs définis par la stratégie. Toutefois, les éléments mis en avant dans de précédentes discussions, comme le besoin de mieux communiquer sur la stratégie, n'ont pas tous été pleinement développés. Comme auparavant, le succès de la stratégie dépendra *in fine* de la mise en œuvre vigoureuse par les États membres de stratégies de réforme ambitieuses.

LA RELANCE DU MARCHÉ UNIQUE

Les efforts déployés en vue de compléter le marché unique de l'UE ont bénéficié d'une nouvelle impulsion en 2010. Mario Monti, ancien membre de la Commission européenne, où il était notamment en charge du marché intérieur, des services financiers et de la politique fiscale, a été invité par le président de la Commission, José Manuel Barroso, à rédiger un rapport sur l'avenir du marché unique, qu'il a présenté en mai 2010. Le rapport appelle les États membres de l'UE à surmonter l'apparente « lassitude de l'intégration » et à promouvoir l'intégration économique à l'échelle européenne. À cette fin, le rapport met en avant une série de propositions, dont l'achèvement du marché unique des services et l'accroissement du soutien des citoyens en faveur du marché unique.

Dans le sillage du rapport de M. Monti, la Commission a proposé en octobre 2010 un train de mesures destinées à relancer le marché unique sous la forme d'un « Acte pour le marché unique ». Conformément à la stratégie Europe 2020, l'objectif ultime de l'Acte est de doper la croissance et de stimuler l'emploi dans les États membres. Après l'organisation d'une consultation publique, la Commission devrait présenter des propositions législatives au printemps 2011. Parmi les priorités proposées, on retrouve la création d'un brevet de l'UE, l'accès des petites et moyennes entreprises au capital ainsi que la reconnaissance mutuelle des qualifications professionnelles. En outre, plusieurs initiatives visent à réduire les barrières au commerce électronique et à encourager la croissance dans l'économie numérique. Conjuguées à la mise en œuvre, actuellement en cours, de la directive sur les services dans les États membres, ces initiatives constituent des étapes essentielles vers un approfondissement de l'union économique et bénéficient du soutien de la BCE.

2 LES QUESTIONS INSTITUTIONNELLES

La réforme de l'architecture de surveillance européenne a été adoptée par le Parlement européen et le Conseil en novembre 2010. Trois nouvelles autorités de surveillance européennes ont été créées pour renforcer la surveillance microprudentielle dans les domaines bancaire (l'Autorité bancaire européenne), des assurances et des pensions professionnelles (l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) ainsi que des marchés financiers (l'Autorité européenne des marchés financiers), alors que le nouveau Comité européen du risque systémique (CERS) renforcera la surveillance macroprudentielle. La BCE a été chargée d'assurer le secrétariat du CERS. Le chapitre 6 comprend de plus amples informations à ce sujet.

3 L'AMÉLIORATION DE LA GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE DANS L'UE

La crise économique et financière ainsi que les turbulences qui ont touché les marchés de la dette souveraine ont aussi mis en évidence les défis auxquels se trouve confrontée la gouvernance économique de la zone euro et de l'UE. En réponse à cette situation, le Conseil européen a demandé, lors de sa réunion de mars 2010, à son président, Herman Van Rompuy, de mettre en place, en coopération avec la Commission européenne, un groupe de travail composé de représentants des États membres, de la présidence tournante du Conseil et de la BCE en vue d'élaborer des propositions destinées à renforcer le cadre de surveillance de l'UE, en particulier celui de la surveillance budgétaire, et à améliorer le cadre de résolution de crise. En juin 2010, la BCE a présenté plusieurs propositions visant à renforcer résolument les structures de gouvernance et de mise en œuvre du cadre de politique économique de la zone euro.

Le rapport du groupe de travail a mis en avant des propositions dans cinq domaines : une discipline budgétaire accrue, un élargissement de la surveillance économique pour inclure les déséquilibres macroéconomiques et la compétitivité, une coordination plus profonde et plus étendue (notamment durant le « semestre européen »), un cadre solide pour gérer les crises, ainsi que des institutions plus fortes pour une gouvernance économique plus efficace. En octobre 2010, le Conseil européen a approuvé le rapport du groupe de travail et a plaidé en faveur d'une approche « rapide » pour l'adoption des actes de droit dérivé nécessaires à la mise en œuvre de ses recommandations.

Dans ce contexte, la Commission avait déjà formulé des propositions en septembre 2010 concernant la réforme du cadre de surveillance budgétaire et la mise en place d'un nouveau mécanisme de surveillance afin d'identifier et de corriger les déséquilibres macroéconomiques émergents au sein de l'UE et de la zone euro. En outre, les 28 et 29 octobre 2010, les chefs d'État ou de gouvernement ont convenu qu'il était nécessaire que les États membres établissent un mécanisme permanent de gestion de crise. Une modification limitée du Traité est prévue.

Si les propositions présentées par la Commission constituent un renforcement du cadre existant pour la surveillance budgétaire et macroéconomique dans l'UE, elles sont moins ambitieuses que le « pas décisif » que l'Eurosystème avait appelé de ses vœux en vue de renforcer les fondements institutionnels de l'UEM, et, partant, de contribuer à l'approfondissement de l'union économique, qui est proportionnel au degré d'intégration et d'interdépendance économiques déjà atteint par l'Union monétaire⁴. L'Eurosystème s'inquiète surtout d'une automaticité insuffisante dans la mise en œuvre des procédures et demande d'introduire des mesures politiques et réputationnelles, en sus des sanctions financières, pour encourager le respect rapide du cadre de surveillance. En outre, la qualité et l'indépendance de la surveillance devraient être appréciées par un organe consultatif indépendant au niveau européen. Dans le domaine de la surveillance budgétaire, la marge discrétionnaire laissée au Conseil lorsqu'il évalue l'existence d'un déficit excessif ou le critère de dette devrait être réduite et il conviendrait d'envisager l'annulation des changements apportés en 2005 au Pacte de stabilité et de croissance, lesquels conféraient une plus grande marge de manœuvre aux États membres dans le cadre du Pacte. Par ailleurs, les exigences imposées à un pays en vue d'atteindre l'objectif budgétaire à moyen terme devraient être ambitieuses, en particulier dans le cas des États membres confrontés à une dette publique élevée. Pour faciliter le respect des obligations qui leur incombent au titre du Pacte, les pays de la zone euro devraient rapidement mettre en œuvre des cadres budgétaires nationaux solides et améliorer la qualité de leurs statistiques publiques.

S'agissant de la procédure de surveillance macroéconomique, le nouveau système de surveillance mutuelle devrait se concentrer avec fermeté sur les pays de la zone euro enregistrant d'importants déficits du compte de transactions courantes, des pertes de compétitivité

⁴ Avis de la Banque centrale européenne du 16 février 2011 sur la réforme de la gouvernance économique dans l'Union européenne (CON/2011/13)

significatives, un niveau élevé d'endettement public et privé ainsi que d'autres faiblesses susceptibles de menacer la stabilité de la zone euro. La surveillance mutuelle devrait inclure des mécanismes de déclenchement transparents et efficaces. Il serait primordial que les évaluations des déséquilibres macroéconomiques et les recommandations pour mettre en œuvre une action correctrice fassent l'objet d'une large publicité à tous les stades du processus de surveillance. Une application plus rapide et plus progressive des sanctions financières est nécessaire pour encourager la mise en place de politiques macroéconomiques appropriées.

4 LES ÉVOLUTIONS DANS LES PAYS CANDIDATS À L'UE ET LES RELATIONS AVEC CEUX-CI

La BCE a poursuivi le dialogue avec les banques centrales des pays candidats à l'UE lors de réunions bilatérales et dans le cadre institutionnel global du processus d'élargissement mis en place par l'UE.

Les négociations d'adhésion avec la Croatie ont été ouvertes en octobre 2005. Les négociations sur les 35 chapitres individuels de l'acquis communautaire ont démarré en juin 2006 et ont continué de progresser pour entrer dans leur phase finale. Fin 2010, 28 chapitres étaient clos à titre provisoire. La BCE a poursuivi ses relations fructueuses avec la Banque nationale de Croatie, lors de visites bilatérales et dans le cadre du dialogue politique de haut niveau annuel.

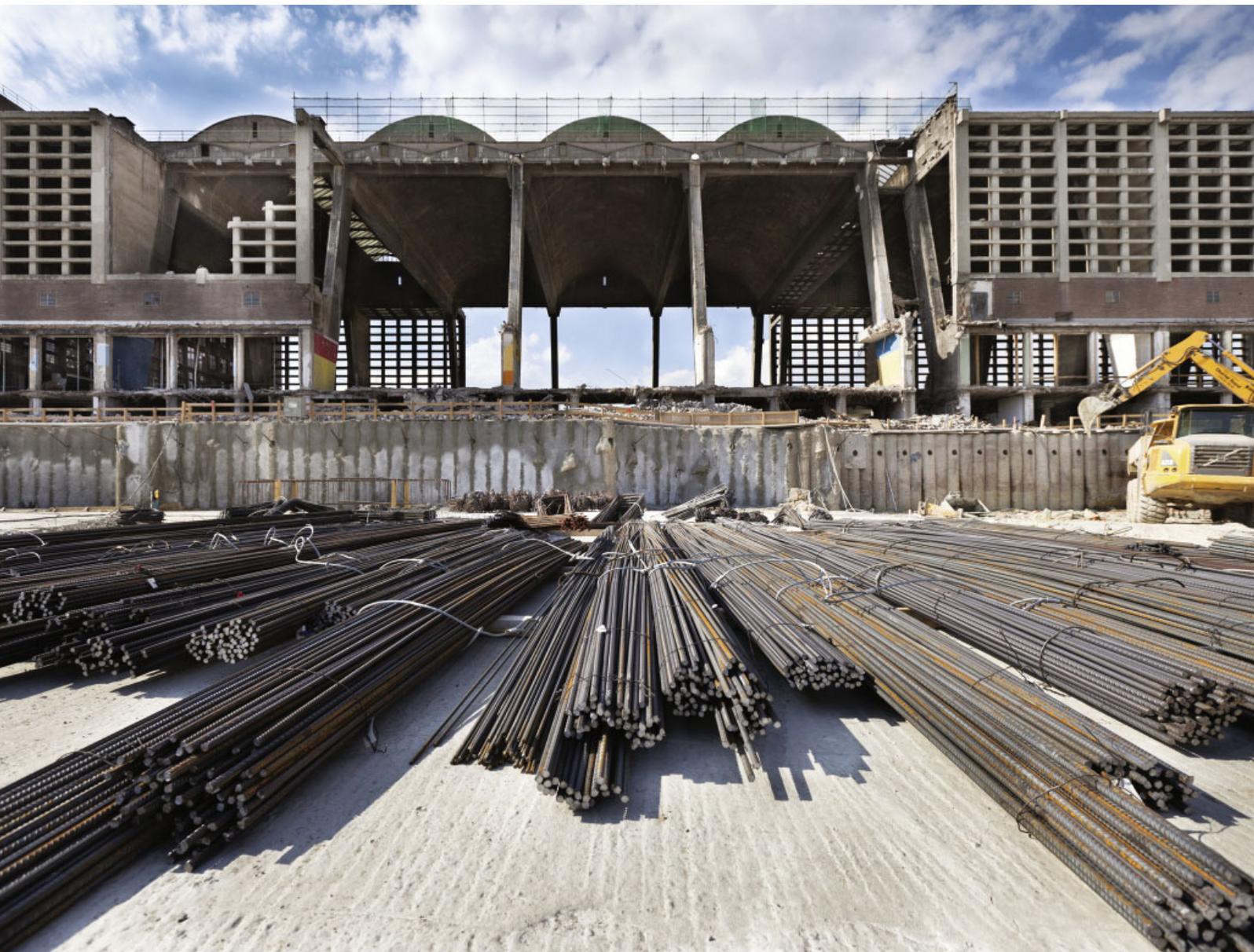
Après avoir ouvert des négociations d'adhésion avec la Turquie en octobre 2005, la Commission européenne a entamé les négociations sur les chapitres individuels de l'acquis communautaire et a clôturé provisoirement un chapitre en juin 2006. En décembre 2006, le Conseil européen a décidé, en raison de l'absence de progrès dans l'extension de l'union douanière aux États membres de l'UE, de suspendre les pourparlers sur 8 des 35 chapitres et de ne clôturer aucun autre chapitre. Fin 2010, les négociations avaient démarré sur 13 chapitres et étaient provisoirement terminées sur un chapitre. La BCE a poursuivi son dialogue de haut niveau, entamé de longue date, avec la Banque centrale de la République de Turquie.

L'ancienne république yougoslave de Macédoine a obtenu le statut de pays candidat en 2005. En octobre 2009, la Commission européenne a recommandé l'ouverture des négociations d'adhésion. Toutefois, la date d'ouverture des négociations d'adhésion formelles reste ouverte, étant donné que le Conseil européen a reporté sa décision à deux reprises, en décembre 2009 et en juin 2010. Les contacts entre le personnel de la BCE et celui de la Banque nationale de la République de Macédoine demeurent assidus.

L'Islande a obtenu le statut de pays candidat le 17 juin 2010. Les négociations d'adhésion ont été formellement ouvertes le 27 juillet 2010

et le processus de *screening* de la législation islandaise a débuté en novembre 2010. L'Islande étant membre de l'Espace économique européen, sa législation est déjà conforme à la législation européenne dans plusieurs domaines importants.

Le 17 décembre 2010, le Conseil européen a accordé au Monténégro le statut de pays candidat, comme l'avait recommandé la Commission dans son avis du 9 novembre 2010. La date d'ouverture des négociations d'adhésion n'a pas encore été fixée.



La dalle de fondation de la tour de bureaux double a une épaisseur de trois mètres environ. Quelque 4 200 tonnes d'acier ont été nécessaires pour renforcer le béton.

**MISSIONS RELATIVES
AU FONCTIONNEMENT
DU CONSEIL EUROPÉEN
DU RISQUE SYSTÉMIQUE
(CERS)**

I LE CADRE INSTITUTIONNEL

LE CADRE JURIDIQUE ET LE MANDAT

Le Conseil européen du risque systémique (CERS) a été instauré sur la base du règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Conseil européen du risque systémique¹ et du règlement (UE) n° 1096/2010 du Conseil du 17 novembre 2010 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Conseil européen du risque systémique². Ces deux règlements sont entrés en vigueur le 16 décembre 2010, jour suivant leur publication au Journal officiel de l'Union européenne.

Avec les Autorités européennes de surveillance (AES), instaurées le 1^{er} janvier 2011, le comité mixte des AES et les autorités nationales de surveillance composant les AES, le CERS fait partie du Système européen de surveillance financière (SESF), dont l'objectif est d'assurer la surveillance du système financier de l'UE.

Au sein du SESF, le CERS est un organisme indépendant chargé de la surveillance macroprudentielle du système financier de l'UE. Il contribue à la prévention ou à l'atténuation des risques systémiques pour la stabilité financière qui résultent des évolutions du système financier afin d'éviter les épisodes de crise financière généralisée.

Le CERS est chargé de la collecte et de l'analyse de toutes les informations pertinentes et nécessaires, de l'identification des risques systémiques et de leur classement par ordre de priorité, et de l'émission d'alertes et de recommandations sur des mesures correctrices en réponse aux risques identifiés. Les alertes et les recommandations peuvent être publiques ou confidentielles. Elles peuvent être de nature générale ou spécifique, et être adressées à l'Union dans son ensemble ou à un ou plusieurs États membres, ou à une ou plusieurs AES, ou à une ou plusieurs autorités nationales de surveillance. Les recommandations peuvent

également être adressées à la Commission en vertu de la législation applicable dans l'Union.

Les destinataires des recommandations doivent informer le CERS et le Conseil des actions entreprises en réponse à ces recommandations ou, à défaut d'action, fournir une justification adéquate en cas d'inaction (mécanisme du type « agir ou se justifier »). Si le CERS décide que sa recommandation n'a pas été suivie d'effets, il en informera, dans le respect de règles de stricte confidentialité, les destinataires, le Conseil et, le cas échéant, l'AES concernée.

LA STRUCTURE DU CERS

Au cours des cinq premières années de fonctionnement du CERS, le président de la BCE en exercera la présidence. Le premier vice-président du CERS est Mervyn King, gouverneur de la Bank of England, pour un mandat de cinq ans également. Le second vice-président est le président du Comité mixte des autorités européennes de surveillance, actuellement Andrea Enria en sa qualité de président de l'Autorité bancaire européenne, en vertu du principe de rotation annuelle prévu par la législation.

Le CERS se compose d'un Conseil général, d'un Comité directeur, d'un Comité scientifique consultatif (CSC), d'un Comité technique consultatif (CTC) et d'un Secrétariat.

Le Conseil général est l'organe de décision unique du CERS. Il a tenu sa séance d'installation le 20 janvier 2011. Le Comité directeur, qui prépare notamment les réunions du Conseil général, et le CTC, qui réunit les représentants des mêmes institutions que le Conseil général et fournira conseil et assistance sur les questions relevant des attributions du CERS, en particulier l'examen régulier des conditions de la stabilité financière dans l'UE, ont également démarré leurs activités.

1 Règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010, JO L 331 du 15.12.2010

2 Règlement (UE) n° 1096/2010 du Conseil du 17 novembre 2010, JO L 331 du 15.12.2010

En ce qui concerne l'autre comité consultatif, le CSC, qui intégrera l'analyse d'universitaires dans l'activité du CERS, le choix de ses membres a été effectué au premier trimestre 2011 suite à la publication d'un appel à manifestations d'intérêt au Journal officiel de l'Union européenne. Le Secrétariat est chargé du fonctionnement au quotidien du CERS. Il apporte un soutien analytique, statistique, logistique et administratif de haut niveau au CERS. Il a repris le personnel et les travaux du secrétariat préparant la mise en place du CERS, qui avait été instauré en mars 2010 (cf. également les sections 2 et 3 du présent chapitre).

Le CERS rendra compte sous plusieurs formes au Conseil des alertes et des recommandations ainsi que de leur suivi.

LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ

Plusieurs modalités prévues par le règlement n° 1092/2010 garantissent la responsabilité du CERS en tant qu'organe indépendant.

Chaque année, le président du CERS est convié à une audition au Parlement européen, à l'occasion de la publication du rapport annuel du CERS au Parlement européen et au Conseil. D'autres auditions de cette nature peuvent être organisées, en cas de crise financière généralisée. Toutes ces auditions seront distinctes du dialogue sur les questions monétaires institué entre le Parlement européen et le président de la BCE.

Au moins deux fois par an (et plus fréquemment si cela est jugé approprié), le président du CERS s'entretient oralement et confidentiellement des activités en cours du CERS avec le président et les vice-présidents de la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen. Un accord doit être conclu entre ces deux organes sur les modalités précises de ces réunions, en vue de garantir leur entière confidentialité.

Le président et les vice-présidents du CERS doivent expliquer au Parlement européen, lors d'une audition publique, la façon dont ils entendent s'acquitter des missions qui leur sont confiées au titre du règlement n° 1092/2010. Le président a participé à une audition le 7 février 2011.

2 LES ACTIVITÉS DU SECRÉTARIAT PRÉPARANT LA MISE EN PLACE DU CERS

Le secrétariat préparant la mise en place du CERS a été créé le 1^{er} mars 2010, sur la base d'une décision prise par le Directoire, afin de préparer la mise en place du CERS comme prévu aux termes du large consensus atteint par le Conseil Ecofin en décembre 2009. Fin 2010, il disposait de 22 agents permanents (dont 11 détachés par les BCN). Les travaux préparatoires ont été menés selon les lignes directrices d'un schéma directeur comportant trois principaux axes de travaux consacrés respectivement aux procédures, aux politiques et aux infrastructures.

Des relations de travail ont été établies avec les futurs membres du CERS, dont plus de cinquante autorités nationales de surveillance et les trois comités de niveau 3, prédécesseurs des AES. De nombreux échanges sont intervenus avec ces comités au niveau des agents, des dirigeants et des présidents. Le secrétariat a contribué à lancer les premiers travaux de deux groupes mixtes de haut niveau instaurés par la BCE et par les trois comités de niveau 3 sur la coopération entre les AES et le CERS, traitant respectivement des échanges de données et d'un ensemble de tâches liées au risque systémique.

En termes de procédures, les travaux ont été axés sur les préparatifs de la mise en place des cinq composantes institutionnelles du CERS. Il s'agissait notamment d'élaborer les projets concernant a) une décision du Conseil général du CERS instaurant le règlement intérieur du CERS, b) un mandat pour le Comité scientifique consultatif et les modalités de sélection de ses membres, et c) un mandat pour le Comité technique consultatif et les modalités de désignation de son président.

Le secrétariat préparant la mise en place du CERS a également lancé des travaux préliminaires relatifs à la stratégie de mise en œuvre du mandat du CERS concernant la surveillance macroprudentielle du système financier de l'UE. Il s'agissait notamment de la préparation d'un document de consultation distribué aux membres du CERS, visant à favoriser une compréhension commune des

concepts clés relatifs à la politique du CERS lors de cette importante phase de démarrage, de l'organisation – en coopération avec la Direction générale Études et recherche – de séminaires avec la participation d'universitaires de haut niveau, ainsi que de la contribution aux positions de la BCE relatives au projet de règlement de l'UE.

Un troisième axe de travail a consisté à mettre en place les infrastructures de soutien analytique, statistique, logistique et administratif au CERS. Par exemple, DARWIN (le système de gestion de documents de la BCE) a été introduit dans toutes les institutions membres du CERS pour leur permettre de participer aux travaux du CERS *via* des connexions internet sécurisées pour plus d'un millier d'utilisateurs. Dans le même ordre d'idées, les mesures nécessaires ont été prises pour s'assurer que le CERS, dès le démarrage de son activité, disposerait de son propre site internet³ et qu'un logo puisse être approuvé lors de la première réunion du Conseil général.

³ <http://www.esrb.europa.eu>

3 LE SUPPORT ANALYTIQUE, STATISTIQUE, LOGISTIQUE ET ADMINISTRATIF AU CERS

« La BCE assure le secrétariat du CERS et lui fournit un support analytique, statistique, logistique et administratif »⁴. Ce support comporte notamment le suivi régulier, l'identification et l'évaluation des risques systémiques à l'échelle de l'UE, ce qui recouvre le développement et l'amélioration des outils et des méthodologies d'analyse, ainsi que des efforts visant à combler les lacunes identifiées dans les données statistiques utiles à la conduite de l'analyse macroprudentielle. Des travaux ont été réalisés dans tous ces domaines en 2010 afin de préparer la mise en place du CERS.

LE SUPPORT ANALYTIQUE

La principale contribution analytique de la BCE au CERS prend la forme du suivi régulier et de l'identification des risques systémiques auxquels est confronté le système financier de l'UE et d'évaluations de l'incidence de ces risques, s'ils venaient à se matérialiser. En outre, à la demande du CERS, des études spécifiques portant sur le risque systémique ou des questions macroprudentielles peuvent être menées par la BCE de manière ponctuelle.

Cette contribution régulière s'appuie sur l'expertise de la BCE et sur l'organisation et l'infrastructure adoptées pour permettre à la BCE de réaliser ses missions dans le domaine de la stabilité financière. La base d'informations sur laquelle repose l'analyse comporte également des données collectées grâce à des efforts plus fournis en matière de veille au marché, visant notamment à conforter le processus d'identification du risque systémique. La surveillance régulière du risque systémique et les travaux d'évaluation s'appuient aussi utilement sur les informations mises en commun par les membres du CERS, ainsi que sur les retours d'informations et les conseils fournis par ses sous-structures (par exemple, le Comité directeur et le Comité technique consultatif).

Les principaux éléments du cadre conceptuel de surveillance macroprudentielle et le processus qui sous-tend ces activités essentielles ont été décrits dans la *Financial Stability Review* de la BCE⁵. Des travaux préparatoires ont été menés pour mettre en place au sein de la BCE des procédures permettant d'assurer le bon fonctionnement du processus de production.

Les indicateurs de risque systémique et les systèmes d'alerte précoce sont des outils analytiques importants à l'appui des travaux du CERS dans le domaine de la surveillance du risque. L'évaluation du risque systémique est confortée, en particulier, par les outils de tests macro de résistance et par l'analyse des vecteurs de propagation afin d'estimer la gravité potentielle de risques spécifiques. Afin de fournir les meilleures informations possibles au CERS, l'analyse menée et les outils utilisés doivent être de la plus grande qualité. Dans le cadre des travaux préparatoires en ce domaine, un inventaire détaillé des outils analytiques disponibles pour l'analyse macroprudentielle a été réalisé au niveau de la BCE et du SEBC. En outre, des procédures ont été mises en place pour coordonner l'examen régulier des outils disponibles, l'objectif étant d'améliorer constamment le cadre d'analyse et de développer de nouveaux outils pour combler les lacunes identifiées dans l'analyse. Le réseau de recherche du SEBC dans le domaine macroprudentiel joue un rôle clé à cet égard (cf. encadré 10).

4 Règlement (UE) n° 1096/2010 du Conseil du 17 novembre 2010 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Conseil européen du risque systémique

5 Cf., par exemple, les sections thématiques (*special features*) intitulées *The concept of systemic risk, Towards the European Systemic Risk Board, Macro-prudential policy objectives and tools* et *Analytical models and tools for the identification and assessment of systemic risks* dans les éditions de décembre 2009 et de juin 2010 de la *Financial Stability Review* de la BCE

LE RÉSEAU DE RECHERCHE DU SEBC DANS LE DOMAINE MACROPRUDENTIEL

La nouvelle fonction de surveillance macroprudentielle assignée aux banques centrales suite à la crise financière et à l'instauration du Conseil européen du risque systémique (CERS) ont fait naître un besoin urgent de recherche pour étayer cette nouvelle responsabilité. En réponse à ce besoin, le Conseil général de la BCE a approuvé en mars 2010 la création du réseau de recherche du SEBC dans le domaine macroprudentiel (*ESCB Macro-prudential Research Network*).

Ce réseau de recherche est chargé de mener des travaux relatifs aux cadres conceptuels, aux modèles et aux outils à l'appui de la surveillance macroprudentielle dans l'UE et de mettre en commun les résultats de la recherche. Le mandat du réseau recouvre trois grands domaines de recherche.

Le premier domaine est celui des modèles macrofinanciers reliant la stabilité financière et les performances de l'économie. Les modèles macroéconomiques standard ne reproduisent généralement pas les caractéristiques propres à l'instabilité financière (comme les faillites bancaires, l'illiquidité, les effets de rétroaction, les événements extrêmes multivariés et les non-linéarités associées) et ne peuvent donc décrire de telles situations. Cette insuffisance est apparue clairement au cours de la récente crise financière. En outre, la plupart des modèles de simulation de crise disponibles n'ont pas la capacité de reproduire les deux volets de l'interaction entre l'instabilité financière et les performances de l'économie, atout essentiel à une évaluation correcte des effets de rétroaction potentiels sur le risque systémique. Par conséquent, le développement de modèles intégrant ces caractéristiques comblerait une lacune dans la littérature de la recherche. Ces modèles peuvent également servir de base à l'élaboration de dispositifs permettant d'identifier et d'évaluer les réglementations macroprudentielles et les approches en matière de surveillance, d'analyser les interactions entre la surveillance/la régulation macroprudentielles et les autres politiques de stabilisation macroéconomique, et de renforcer les modèles de simulation de crise.

Le deuxième domaine de recherche a trait aux systèmes d'alerte précoce et aux indicateurs de risque systémique. Le réseau contribuera au développement d'outils analytiques opérationnels pouvant être directement utilisés par les nouveaux organes de surveillance macroprudentielle (comme le CERS). En conséquence, les travaux menés dans ce domaine visent un horizon de court à moyen terme. L'accent sera mis, en particulier, sur les indicateurs d'alerte précoce, les modèles et les systèmes prenant en compte les différences de structures financières entre pays. Les recherches menées dans ce domaine pourraient également contribuer aux initiatives du même ordre engagées à l'échelle mondiale.

Le troisième domaine de recherche est consacré aux risques de contagion. Ces travaux ont pour but de mieux comprendre les risques de contagion transfrontière en Europe. Ces risques pourraient avoir sensiblement augmenté au cours des dix dernières années en raison de l'intégration financière. Les autres objectifs consistent à améliorer la compréhension du rôle des institutions financières non bancaires dans la contagion et la propagation (s'agissant par exemple de certaines activités des sociétés d'assurance ou des OPCVM monétaires) et à mieux appréhender les effets de rétroaction qui amplifient la transmission de l'instabilité. Ces effets ont probablement été sous-estimés dans les approches actuelles de simulation de la contagion.

Les principales prestations attendues du réseau sont la publication de documents de recherche ainsi que la tenue d'ateliers et de conférences (y compris des échanges avec des chercheurs extérieurs au SEBC). Une première conférence liée à l'activité du réseau, organisée par la BCE, le Centre de recherche sur la politique économique et le Centre d'études financières, s'est tenue à la BCE en septembre 2010. Le réseau rendra compte de ses travaux en 2012.

La BCE se tient prête à fournir l'appui technique nécessaire à la préparation des recommandations du CERS concernant des questions réglementaires ou des initiatives législatives, à la demande du CERS. Sa contribution peut consister notamment en un suivi régulier des évolutions dans les domaines réglementaire et législatif concernant le CERS. De plus, le CERS peut demander à la BCE, de manière ponctuelle, de préparer des analyses ou des études traitant de questions réglementaires ou juridiques qui relèvent de son mandat et de ses missions. En outre, la BCE peut dispenser des avis techniques dans le cadre des demandes formulées par les institutions de l'UE et les autorités nationales auprès du CERS pour examiner des problèmes spécifiques⁶.

LE SUPPORT STATISTIQUE

En vertu de l'article 2 du règlement (UE) n° 1096/2010 du Conseil confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Conseil européen du risque systémique, la BCE fournit un support statistique au CERS conformément à l'article 5 des statuts du SEBC⁷.

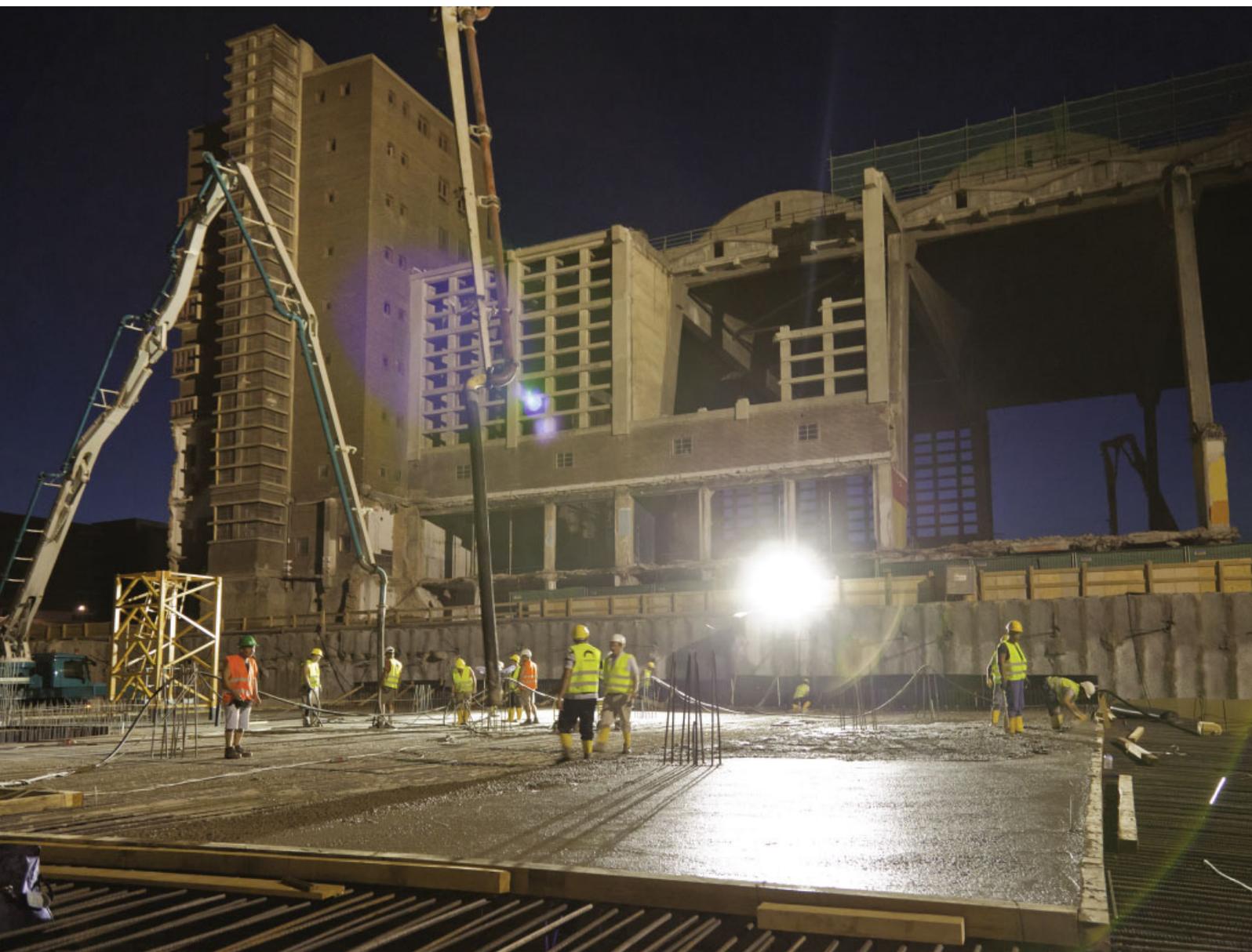
Compte tenu des délais nécessaires à la définition, la collecte, l'élaboration et la diffusion de données statistiques harmonisées d'une qualité suffisante pour permettre la réalisation des missions confiées au CERS, la BCE a engagé les travaux préparatoires en 2010. En particulier, la BCE a réalisé un état des lieux comparatif des données requises dans le cadre de l'analyse de la stabilité financière et des données disponibles afin d'identifier les informations manquantes et de combler ces lacunes dans toute la mesure du possible. En outre, le SEBC a développé une procédure pour mener des enquêtes ponctuelles permettant d'obtenir des réponses rapides à des besoins de données spécifiques du CERS.

Ces travaux préparatoires répondaient à deux objectifs : premièrement, permettre l'élaboration des indicateurs pertinents devant être mis à la disposition de l'organe de décision du CERS et de ses comités dès leur mise en place début 2011, à partir d'un noyau de statistiques disponibles ; et, deuxièmement, travailler au développement d'un vaste ensemble de statistiques nécessaires dans une perspective à plus long terme.

Pour garantir ce soutien statistique au CERS, une collaboration étroite entre la BCE et les AES est essentielle. Déjà intense avec les comités de niveau 3, prédécesseurs des AES, cette étroite coopération vise à garantir une bonne circulation des informations entre les AES et le CERS, également efficiente au regard de la charge de déclaration, du contenu des données et de l'infrastructure informatique. L'un des facteurs clés du succès consiste à permettre un échange d'informations appropriées et fiables pour la réalisation des missions respectives conformément à la législation européenne et dans le strict respect des règles de protection des données préservant la confidentialité des informations.

6 Cf. article 19(3) du règlement (UE) n° 1092/2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier de l'Union européenne et instituant un Conseil européen du risque systémique

7 L'article 5 des statuts du SEBC confère à la BCE, assistée par les banques centrales nationales, la capacité juridique de collecter des informations statistiques pour assurer les missions du SEBC.



Les fondations de la tour de bureaux double ont été réalisées en 2010. En parallèle, le parking destiné au personnel a été construit en sous-sol adjacent à celui de la tour.

CHAPITRE 7

**LES QUESTIONS
INTERNATIONALES**

I LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

LA SURVEILLANCE DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE

Compte tenu de l'intensité de l'intégration économique et financière, les évolutions de l'environnement économique mondial revêtent une importance essentielle pour la conduite de la politique économique dans la zone euro. Par conséquent, l'Eurosystème suit attentivement et analyse les politiques macroéconomiques et les évolutions sous-jacentes dans les pays hors zone euro. La BCE joue en outre un rôle majeur dans le processus de surveillance multilatérale des politiques macroéconomiques au niveau international, qui s'effectue principalement lors des réunions d'organisations internationales telles que la BRI – le président de la BCE est membre du Conseil d'administration et préside plusieurs réunions importantes, et les membres du Directoire de même que du personnel de la BCE participent à de nombreux groupes de travail. La BCE participe également aux réunions du FMI et de l'OCDE qui la concernent, ainsi qu'à celles d'autres instances, comme les réunions des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G20 et du G7.

En 2010, l'environnement économique international s'est caractérisé par une reprise économique qui a sensiblement différé d'une région à l'autre, les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine se positionnant en tête. La réduction des déséquilibres extérieurs des économies en excédent et en déficit observée depuis l'éclatement de la crise financière et courant 2009 s'est ralentie en 2010 et, dans certains cas, ces déséquilibres sont repartis à la hausse, suscitant des inquiétudes quant à d'éventuelles tensions protectionnistes. Le déficit courant américain est passé de 2,7 % du PIB en 2009 à 3,2 % du PIB en 2010, tandis que l'excédent du compte courant des pays exportateurs de pétrole a grimpé de 5,2 % du PIB en 2009 à 6,6 % du PIB en 2010. L'excédent courant de la Chine a continué de reculer par rapport au PIB, revenant de quelque 6 % en 2009 à environ 4,7 % en 2010. Toutefois, en termes absolus, l'excédent engrangé en 2010 a été proche des niveaux observés avant la

faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. À l'instar des années précédentes, le compte de transactions courantes de la zone euro a été proche de l'équilibre en 2010. Enfin, l'excédent enregistré par le Japon s'est élevé à 3,1 % du PIB en 2010 ; il a donc légèrement augmenté par rapport à 2009, où il avait représenté 2,8 % du PIB.

L'amenuisement des déséquilibres mondiaux observé depuis le déclenchement de la crise financière a largement reflété l'influence de facteurs conjoncturels et temporaires liés à la crise, tels le désendettement mondial, la baisse de la demande du secteur privé, le recul des cours du pétrole et les corrections des prix des actifs financiers, plutôt que structurels. S'agissant des facteurs structurels qui concourraient à réduire sensiblement les déséquilibres mondiaux, les pays en déficit devraient diminuer les déficits budgétaires et achever le programme de réformes structurelles. De même, les économies en excédent pourraient elles aussi apporter une contribution majeure en accroissant la consommation intérieure, et ce en développant des dispositifs de protection sociale plus étendus, en entreprenant des réformes des marchés financiers et en augmentant la flexibilité des taux de change.

À plusieurs reprises en 2010, l'Eurosystème a insisté sur les risques et les distorsions qui résulteraient d'une nouvelle aggravation des déséquilibres mondiaux et a encouragé au rééquilibrage de la structure de la demande mondiale. En particulier, l'Eurosystème a appelé à maintes occasions à l'élaboration de politiques ayant pour objectif d'accroître l'épargne publique et privée dans les pays dont le compte de transactions courantes est en déficit, ainsi qu'à la mise en œuvre de nouvelles réformes structurelles dans les économies avancées dont le potentiel de croissance est relativement faible, et de mesures destinées à accroître la demande intérieure dans les économies de marché émergentes, parmi lesquelles l'amélioration de l'allocation des capitaux et une meilleure appréciation des risques. Dans le contexte des réflexions actuelles portant sur l'optimisation

de l'architecture financière internationale (cf. section suivante), l'Eurosystème a souligné qu'une telle réforme devrait non seulement consolider la discipline sur les marchés financiers, mais également promouvoir la discipline macroéconomique. Un cadre de surveillance économique multilatéral renforcé devrait permettre de garantir que les politiques économiques, essentiellement dans les pays dont le poids est important du point de vue systémique, soient soutenables et orientées vers la stabilité. Le cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée du G20 a lui aussi étayé le rééquilibrage de l'économie mondiale.

Enfin, la zone euro elle-même a fait l'objet d'exercices de surveillance internationale. En 2010, le FMI a procédé à son examen régulier des politiques monétaire, financière et économique de la zone euro, en sus de son analyse des pays de la zone euro pris individuellement. Les consultations au titre de l'article IV du FMI ont été l'occasion de discussions fructueuses entre le FMI et la BCE, le président de l'Eurogroupe et la Commission européenne. À la suite de ces discussions, le FMI a rédigé un rapport d'évaluation des politiques de la zone euro¹. De même, l'OCDE a mené son étude économique régulière de la zone euro, en vue d'identifier les principales évolutions économiques survenues dans la zone et d'analyser les options permettant d'y faire face².

En 2010, et pour la première fois, deux pays de la zone euro ont bénéficié d'une assistance du FMI. Les principales banques centrales ont continué de fournir des liquidités aux banques centrales des autres pays, ces liquidités et crédits devant éviter que les marchés ne deviennent instables (cf. chapitre 2).

LES RÉFORMES DE L'ORGANISATION INSTITUTIONNELLE INTERNATIONALE

Depuis que la crise financière mondiale a éclaté, la communauté internationale se penche sur la question de l'organisation et du fonctionnement du système monétaire international. Le forum du G20 des économies avancées et émergentes dont le poids est important du point de vue

systémique – où la BCE se retrouve sous la bannière de l'UE – a continué d'encourager la coopération internationale, afin de renforcer et de sauvegarder la reprise économique mondiale et de promouvoir une croissance plus forte, plus durable et équilibrée. Lors de leur quatrième sommet, qu'ils ont tenu à Toronto en juin 2010, les chefs d'État et de gouvernement des pays membres du G20 ont veillé au suivi des engagements qu'ils avaient pris lors de leur réunion précédente à Pittsburgh, où ils avaient lancé le cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée. L'objectif de ce cadre est d'aider à gérer la transition de la réaction à la crise vers une croissance mondiale forte, durable et équilibrée, de même que de faire face aux déséquilibres mondiaux qui ont contribué à la crise financière. Le cadre prévoit un processus d'évaluation mutuelle de la manière dont les politiques et cadres de politique nationaux et régionaux des pays membres du G20 s'intègrent les uns aux autres et examine s'ils sont conformes à son objectif. Lors de leur sommet de Toronto, les chefs d'État et de gouvernement ont achevé la première phase de ce processus et se sont mis d'accord sur un certain nombre d'engagements concrets, comme par exemple que les pays avancés en déficit mèneraient des actions destinées à stimuler l'épargne nationale et que les économies en excédent entreprendraient des réformes en vue de réduire leur dépendance vis-à-vis de la demande extérieure et s'attacheraient plus aux sources intérieures de croissance. Les économies émergentes en excédent se sont engagées à entreprendre des réformes destinées à renforcer les dispositifs de protection sociale, afin de contribuer à réduire l'épargne de précaution, de stimuler les dépenses privées et de renforcer la flexibilité des taux de change pour refléter les données économiques fondamentales sous-jacentes. En outre, tous les pays membres du G20 se sont engagés à mettre en œuvre des réformes structurelles visant à stimuler la croissance économique. S'agissant de la

1 *Euro area policies: 2010 Article IV consultation – staff report* (Rapport des services du FMI sur les politiques de la zone euro), Rapport par pays du FMI n° 10/221, juillet 2010

2 *Études économiques de l'OCDE: Zone euro, décembre 2010*, OCDE

réglementation financière, les pays membres du G20 ont identifié une série de priorités à développer (cf. chapitre 4).

Lors de leur cinquième sommet, qu'ils ont tenu à Séoul en novembre 2010, les dirigeants des pays membres du G20 se sont mis d'accord sur le plan d'action de Séoul, assorti d'engagements politiques concrets destinés à progresser vers la réalisation des objectifs du cadre. Ils ont en outre approuvé les résultats de plusieurs axes de travail importants qui avaient été atteints en préparation de ce sommet, notamment une réforme des quotes-parts et de la gouvernance du FMI, de même que des éléments qui permettraient de transformer le système financier en traitant les causes profondes de la crise (l'une de ces pierres angulaires est l'action du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire). De plus, les dirigeants des pays membres du G20 ont montré qu'ils étaient conscients du fait que le G20 doit également s'intéresser à des questions qui touchent le grand groupe non représenté des pays en développement et à faible revenu.

À la suite de l'engagement d'accroître les ressources mises à la disposition des institutions financières internationales que les chefs d'État et de gouvernement des pays membres du G20 ont pris lors de leur sommet à Londres en avril 2009, le Conseil d'administration du FMI a approuvé le 12 avril 2010 une réforme et un élargissement des Nouveaux accords d'emprunt (NAE)³. Cette réforme rendra les NAE plus flexibles, le nombre de pays participants sera étendu de 26 à 39, et le montant global de ces lignes de crédit au Fonds passera de 34 à 367,5 milliards de DTS. En 2009 et en 2010, plusieurs économies de marché avancées et émergentes se sont engagées à signer des accords d'emprunt bilatéraux et d'achat d'obligations avec le Fonds, qui représentent 196 milliards de DTS. La plupart des accords bilatéraux seront progressivement intégrés à la nouvelle mouture des NAE lorsque celle-ci aura pris effet.

Il a également été convenu de sensiblement augmenter les ressources du Fonds au titre des quotes-parts. Le doublement des quotes-parts,

qui s'accompagnera d'une réduction des NAE, doit garantir que le Fonds reste une institution dont les ressources proviennent principalement des quotes-parts. La hausse des quotes-parts contribuera également à induire un nouveau glissement dans les quotes-parts des pays avancés vers les pays émergents et en développement dynamiques, conformément à l'objectif d'harmoniser les quotes-parts avec le poids relatif des pays membres et leur rôle dans l'économie mondiale. Un consensus a par ailleurs été atteint en ce qui concerne les premiers éléments d'une plus vaste réforme de la gouvernance. Dans ce contexte, les statuts du FMI seront modifiés afin que tous les membres du Conseil d'administration soient élus. En outre, les pays avancés européens se sont engagés à céder deux sièges au Conseil d'administration du FMI pour favoriser la représentation des pays émergents et en développement.

Dans le cadre des mesures destinées à soutenir les pays pendant la crise financière, le FMI a entrepris de modifier sensiblement sa panoplie de prêts. Dans ce contexte, l'admissibilité et la durée des lignes de crédit modulables (LCM) du Fonds – il s'agit d'une facilité de prêt de précaution introduite en 2009 pour les pays les plus performants et ayant des antécédents économiques très solides, ce qui entraîne une conditionnalité uniquement *ex ante* – ont été modifiées en août 2010⁴. La réforme des prêts d'août 2010 a

3 Les NAE sont des accords de crédit conclus entre le FMI et plusieurs de ses États membres qui fournissent des ressources supplémentaires au FMI, c'est-à-dire en sus des ressources au titre des quotes-parts du Fonds, lorsque des ressources supplémentaires s'avèrent nécessaires « afin d'éviter ou de lutter contre une détérioration du système monétaire international ».

4 À la suite de ces modifications, les accords de LCM peuvent désormais être approuvés soit pour un an, soit pour deux ans, moyennant un réexamen intérimaire de qualification après un an. Auparavant, les accords étaient conclus soit pour six mois, soit pour un an, moyennant un réexamen intérimaire après six mois. L'ancien plafonnement implicite d'accès de 1 000 % de la quote-part au FMI d'un membre a été supprimé, les décisions relatives à l'accès devant reposer sur les besoins de financement individuels des pays. Les procédures aboutissant à l'approbation de l'accord ont elles aussi été modifiées, avec une implication plus précoce du Conseil d'administration envisagée pour évaluer le niveau d'accès proposé et son incidence sur la position de liquidité du FMI. Les neuf critères de qualification utilisés à la fois par les services et par le Conseil d'administration du FMI pour évaluer les mérites de l'admissibilité d'un pays à la LCM demeurent inchangés, mais plusieurs indicateurs pertinents ont été ajoutés à chaque catégorie afin de fournir de nouvelles directives en matière de respect.

également été l'occasion de créer une nouvelle ligne de crédit de précaution (LCP). La LCP a été créée pour les membres du Fonds dont les politiques sont saines mais qui ne remplissent néanmoins pas les conditions d'admissibilité élevées de la LCM, la mettant ainsi à la disposition d'un plus grand nombre de pays membres du Fonds⁵.

Dans le cadre de la révision de son mandat, le FMI a continué de réfléchir à la modernisation de la surveillance et au renforcement de ses dimensions multilatérales et financières. Lors d'un projet pilote, l'incidence externe des politiques de cinq économies devrait être examinée et faire l'objet de « rapports de contagion ». La zone euro est l'une de ces cinq économies (avec la Chine, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni). De nouveaux progrès ont été enregistrés dans le domaine du renforcement de la surveillance du secteur financier à la suite de la décision de rendre les évaluations de la stabilité incluses dans les programmes d'évaluation du système financier (*Financial Sector Assessment Programs*) obligatoires dans le cadre des rapports annuels de surveillance de pays du FMI (rapports au titre de l'article IV) pour les pays dont le secteur financier revêt une importance systémique. 25 pays ont ainsi été identifiés, parmi lesquels 9 pays de la zone euro (Belgique, Allemagne, Irlande, Espagne, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Autriche). Toujours au chapitre financier, l'exercice d'alerte précoce – un exercice d'identification des risques, né de la crise et impliquant une collaboration entre le FMI et le Conseil de stabilité financière – est devenu coutumier lors des réunions de printemps et des assemblées annuelles du FMI.

La communauté financière internationale a également continué de promouvoir les mécanismes de prévention et de résolution ordonnée des crises. Dans ce contexte, les débiteurs souverains et leurs créanciers et investisseurs privés ont réalisé de nouvelles avancées dans la mise en œuvre des « principes pour une stabilité des flux de capitaux et une restructuration équitable de la dette », qui avaient été approuvés par les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale

des pays membres du G20 en 2004. Axés sur les marchés et appliqués sur une base volontaire, ces principes ont pour but de fournir des lignes directrices en matière de partage d'informations, de dialogue et de coopération étroite. Dans un effort d'accroître encore la pertinence de ces principes, les parties concernées se sont mises d'accord à l'automne 2010 sur les avantages d'étendre leur applicabilité au-delà des débiteurs souverains des marchés émergents et de leurs créanciers.

5 Les qualifications seront évaluées dans cinq vastes domaines, à savoir: (a) la position extérieure et l'accès au marché, (b) la politique budgétaire, (c) la politique monétaire, (d) la solidité et la supervision du secteur financier et (e) l'adéquation des données. Tout en exigeant des performances robustes dans la plupart de ces domaines, la LCP permet aux membres qui présentent de légères vulnérabilités dans un ou deux de ces domaines d'accéder aux ressources de précaution. D'autres caractéristiques de la LCP sont des conditions *ex post* rationalisées (qui pourraient comporter ou non des critères de performances), où les progrès réalisés en matière de réduction des vulnérabilités seraient contrôlés au travers de révisions semestrielles des programmes et où l'accès immédiat pourrait représenter jusqu'à 500 % de la quote-part mise à disposition au moment de l'approbation de l'accord, et jusqu'à 1000 % de la quote-part après douze mois.

2 LA COOPÉRATION AVEC DES PAYS HORS UE

Comme les années précédentes, l'Eurosystème a organisé des séminaires et des ateliers avec les banques centrales de pays non membres de l'UE afin de favoriser le dialogue. Dans ce contexte, la BCE a en outre participé activement, aux côtés de la Commission européenne, au dialogue macroéconomique de l'UE avec d'importantes économies de marché émergentes (par exemple le Brésil, l'Égypte, l'Inde et la Russie) et les pays voisins de l'UE. De plus, l'assistance technique fournie par l'Eurosystème est demeurée un outil important pour renforcer la capacité administrative des banques centrales situées hors de l'UE, des régions voisines de l'UE en particulier, et pour favoriser le respect des normes européennes et internationales.

LE DIALOGUE POLITIQUE ET LA SURVEILLANCE DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE

L'Eurosystème et la Banque de Russie ont tenu leur sixième séminaire de haut niveau du 3 au 5 février 2011 à Francfort, sous les auspices de la BCE. L'objectif de ce séminaire était de renforcer le dialogue et de favoriser les relations entre l'Eurosystème et la Banque de Russie. Les débats ont principalement porté sur l'économie russe, sur le rôle de la monnaie et du crédit dans la conduite de la politique monétaire et sur la nouvelle architecture de surveillance dans l'UE et en Russie. En outre, le président de la BCE a participé à la conférence marquant le 150^e anniversaire de la Banque de Russie en juin 2010.

Le sixième séminaire de haut niveau réunissant l'Eurosystème et les banques centrales des pays du bassin méditerranéen, organisé conjointement par la BCE et la Banque centrale de Chypre, s'est tenu à Pafos les 27 et 28 octobre 2010. Les gouverneurs ont passé en revue les défis que devra relever la politique monétaire dans les pays du bassin méditerranéen pour que l'économie s'y redresse et ont évoqué l'expérience des pays du bassin méditerranéen où le régime de taux de change est fixe, de même que l'incidence des turbulences financières mondiales sur les secteurs bancaires et sur la stabilité financière.

L'Eurosystème et les banques centrales et instituts monétaires des États membres du Conseil de coopération du Golfe (CCG)⁶ ont tenu un deuxième séminaire de haut niveau à Rome les 29 et 30 juin 2010, organisé conjointement par la BCE et la Banca d'Italia. Les sujets à l'ordre du jour de ce séminaire étaient les évolutions économiques et financières au sein des pays du CCG et de la zone euro, les enseignements à tirer de la crise financière en ce qui concerne la stabilité financière et le contrôle bancaire, et les défis à relever en matière de politique monétaire et de change du CCG.

Le cinquième séminaire de haut niveau réunissant l'Eurosystème et les banques centrales d'Amérique latine, organisé conjointement par la BCE et le Banco de España, s'est tenu à Madrid le 10 décembre 2010. Les participants à ce séminaire ont discuté des thèmes suivants: le rééquilibrage mondial, les flux financiers et les risques macroprudentiels mondiaux, et la coopération mondiale en matière de politique économique.

La BCE a continué d'approfondir sa coopération avec les autorités chinoises. Le président de la BCE, le président de l'Eurogroupe et le commissaire aux Affaires économiques et monétaires (« la troïka de la zone euro ») ont rencontré les autorités chinoises pour la troisième fois le 5 octobre 2010 à Bruxelles. La discussion a essentiellement porté sur les politiques de change, ainsi que sur d'autres questions d'importance mondiale. Les relations avec la Banque populaire de Chine (BPC) ont été renforcées. En 2010, le groupe de travail conjoint de la BCE et de la BPC a débattu d'un large éventail de sujets, tels le rééquilibrage de la croissance mondiale, les bulles des prix d'actifs et les risques y afférents, la réforme du secteur financier, ainsi que d'autres questions monétaires internationales. La BCE a également noué des contacts avec la principale agence de planification chinoise, la Commission nationale du développement et de la réforme, et avec

⁶ Arabie saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, Koweït, Oman et Qatar

l'Académie chinoise des sciences sociales, qui est l'un des groupes de réflexion les plus influents du pays.

Enfin, le cinquième séminaire de haut niveau réunissant les banques centrales de la région Asie de l'Est-Pacifique et de la zone euro, organisé par la BCE et la Reserve Bank of Australia, s'est tenu les 9 et 10 février 2010 à Sydney. L'objectif de ce séminaire était de passer en revue les politiques économiques à l'issue de la crise financière, y compris les stratégies de sortie, le profil et la structure de la croissance mondiale, les défis posés par l'activité bancaire transfrontière et la perspective de renforcer le contrôle macroprudentiel.

L'ASSISTANCE TECHNIQUE

S'agissant de l'assistance technique, la BCE a poursuivi le renforcement de ses relations avec les Balkans occidentaux et la Turquie. Le 19 janvier 2010, la Commission européenne et la BCE, qui agissait également pour le compte de 14 BCN de la zone euro⁷, ont signé un accord de mise en œuvre d'un programme d'assistance technique de deux ans destiné aux pays candidats et potentiellement candidats à l'adhésion à l'UE. L'objectif du programme est de renforcer le contrôle macro- et microprudentiel dans les Balkans occidentaux et en Turquie. Le programme est mis en œuvre par la BCE et les BCN partenaires, en collaboration avec des institutions internationales et européennes telles que le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le Comité européen des contrôleurs bancaires, l'Institut pour la stabilité financière, le Fonds monétaire international et la Banque mondiale. Durant la première phase du programme, l'Eurosystème a organisé un programme régional de formation intensive consacré au contrôle macro- et microprudentiel pour quelque 150 autorités de surveillance issues des institutions bénéficiaires⁸. Ce programme contribuera également à la mise en œuvre de mesures nationales spécifiques, lesquelles ont été définies en accord avec le FMI et la Banque mondiale, les BCN partenaires et les bénéficiaires. En outre, des simulations

techniques de la coopération entre le pays d'origine et le pays hôte sont prévues dans toute la région.

Le 1^{er} avril 2010, la BCE et 7 BCN de la zone euro⁹ ont débuté un programme d'assistance technique de 18 mois à la Banque centrale de Bosnie-Herzégovine. Financé par l'UE, ce programme aide la Banque centrale de Bosnie-Herzégovine à mettre en œuvre des normes de banque centrale de l'UE et des prérequis propres à l'UE pour préparer l'éventuelle adhésion de la Bosnie-Herzégovine à l'UE. Les domaines couverts sont les statistiques, l'analyse et la recherche économiques, la stabilité financière, les obligations juridiques liées à l'acquis communautaire, les technologies de l'information et la coordination de l'intégration à l'UE.

Depuis le 1^{er} février 2011, la BCE et 21 BCN¹⁰ apportent également leur aide à la Banque nationale de Serbie au travers d'un programme financé par l'UE. D'une durée de deux ans, l'objectif de ce programme est de mieux faire correspondre les procédures et pratiques de banque centrale aux normes de l'UE en ce qui concerne la surveillance du secteur financier, l'harmonisation juridique, la libéralisation des mouvements de capitaux, la gestion des réserves de change, les opérations monétaires et de change, la protection des consommateurs de services financiers, l'aide à l'adhésion à l'UE, l'analyse et la recherche économiques, les statistiques, les systèmes de paiement et la stabilité financière.

7 Les BCN de Belgique, de Grèce, d'Espagne, de France, d'Italie, de Chypre, du Luxembourg, de Malte, des Pays-Bas, d'Autriche, du Portugal, de Slovénie, de Slovaquie et de Finlande

8 Les banques centrales et autorités de surveillance de Croatie, de l'ancienne République yougoslave de Macédoine, d'Albanie, de Bosnie-Herzégovine, du Monténégro, de Turquie, de Serbie et du Kosovo en vertu de la résolution 1244 du Conseil de sécurité des Nations unies

9 Les BCN d'Allemagne, de Grèce, d'Espagne, d'Italie, des Pays-Bas, d'Autriche et de Slovénie

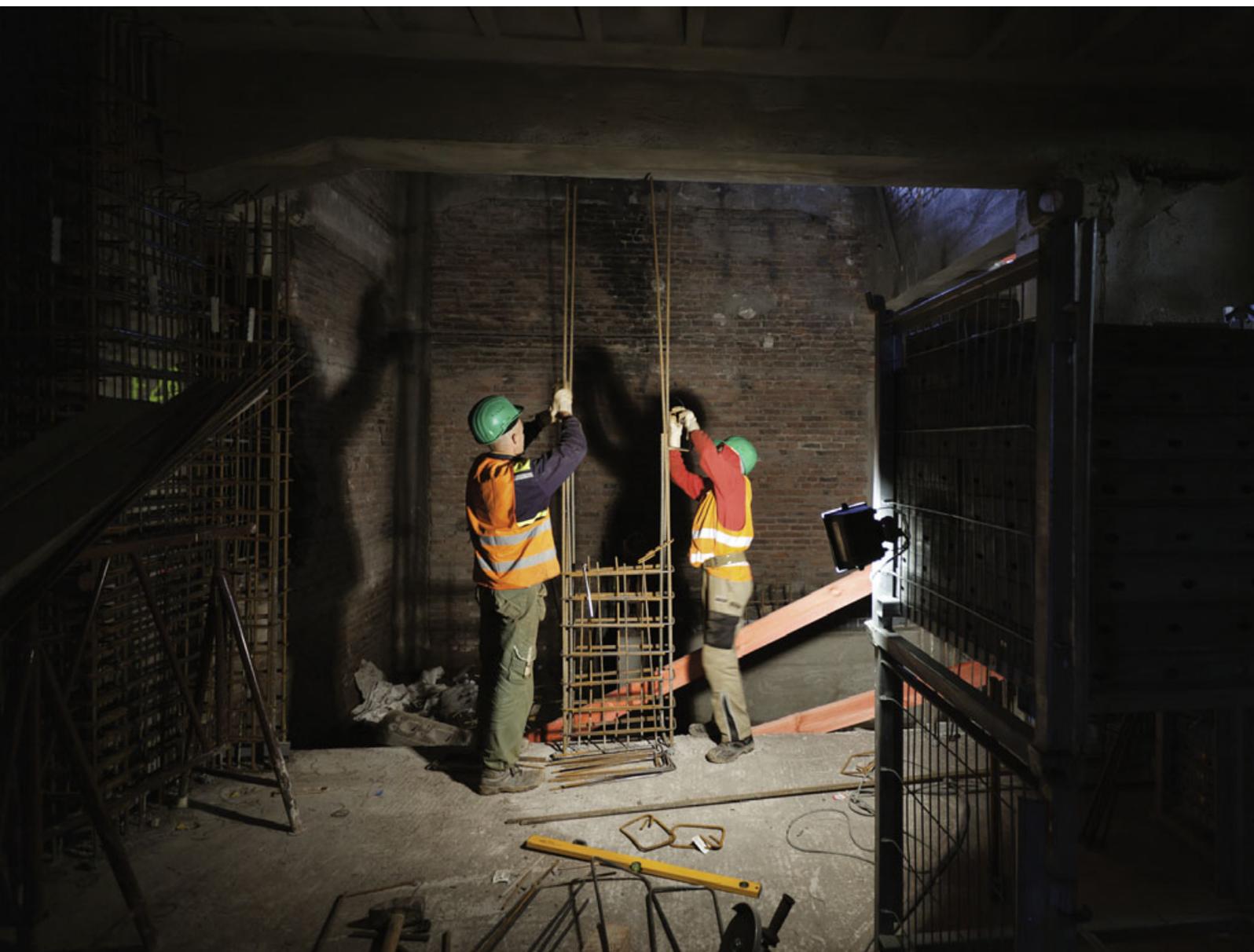
10 Les BCN de Belgique, de Bulgarie, de République tchèque, d'Allemagne, d'Estonie, d'Irlande, de Grèce, d'Espagne, de France, de Chypre, du Luxembourg, de Hongrie, des Pays-Bas, d'Autriche, de Pologne, du Portugal, de Roumanie, de Slovénie, de Slovaquie, de Finlande et du Royaume-Uni

Le programme de coopération technique mis en place avec la Banque de Russie, financé par l'UE, s'est poursuivi. La BCE, en partenariat avec 8 BCN de la zone euro¹¹ et en coopération avec l'autorité finlandaise de surveillance financière, fournit une assistance technique dans les domaines du contrôle bancaire et de l'audit interne. L'objectif est d'encourager la mise en œuvre progressive des accords de Bâle II en Russie et d'assister les services d'audit interne de la Banque de Russie afin qu'elle puisse fournir une formation et des informations quant aux pratiques d'audit interne de l'Eurosystème. Le programme se déroule comme prévu et s'achèvera le 31 mars 2011.

La coopération avec la Banque centrale d'Égypte s'est poursuivie tout au long de 2010, sur la base d'un programme financé par l'UE et destiné à renforcer la surveillance bancaire en Égypte de manière à parvenir à une mise en conformité avec les règles du cadre de Bâle II. Ce programme implique des experts de la BCE et de 7 BCN du SEBC¹².

11 Les BCN d'Allemagne, de Grèce, d'Espagne, de France, d'Italie, des Pays-Bas, d'Autriche et de Finlande

12 Les BCN de Bulgarie, de République tchèque, d'Allemagne, de Grèce, de France, d'Italie et de Roumanie



Les travaux se poursuivent dans l'aile est de la *Grossmarkthalle*. L'ancien marché couvert fera partie intégrante du nouveau siège de la BCE. À cet effet, les travaux de construction et de restauration ont démarré au printemps 2010.

CHAPITRE 8

LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ

I LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN

Le principe d'indépendance de la banque centrale s'est imposé au cours des toutes dernières décennies comme une composante indispensable des régimes de politique monétaire des économies avancées et émergentes. La décision de doter les banques centrales de l'indépendance est fermement ancrée dans la théorie économique et dans les données empiriques, qui montrent que cette caractéristique favorise le maintien de la stabilité des prix. Parallèlement, un des principes fondateurs des sociétés démocratiques est que toute institution indépendante à laquelle est confiée une mission de service public doit rendre compte de ses actes auprès des citoyens et de leurs représentants élus. Le principe de responsabilité est par conséquent une contrepartie importante de l'indépendance de la banque centrale.

Le Traité impose à la BCE un certain nombre d'obligations d'information, dont la publication d'un bulletin trimestriel, d'une situation financière hebdomadaire et d'un *Rapport annuel*. La BCE va au-delà de ces exigences statutaires pour ce qui concerne l'information qu'elle diffuse régulièrement. Ainsi, elle publie un *Bulletin mensuel* et non uniquement un rapport trimestriel comme cela lui est imposé, et organise des conférences de presse mensuelles, à l'issue de la première des réunions du Conseil des gouverneurs qui ont lieu chaque mois. Ce dernier continue d'être une occasion privilégiée pour la BCE d'expliquer de manière approfondie son évaluation de la situation économique et les raisons sous-tendant ses décisions relatives aux taux d'intérêt. L'engagement de la BCE en matière de responsabilité et de transparence est également illustré par le grand nombre de publications parues en 2010 et les nombreux discours prononcés par les membres du Conseil des gouverneurs, qui ont abordé un large éventail de sujets en rapport avec les missions de la BCE, allant des mesures exceptionnelles prises par la BCE en mai 2010 au besoin d'assainissement budgétaire et de réforme de la gouvernance économique.

Le Parlement européen, en tant qu'institution tirant sa légitimité directement des citoyens

de l'UE, joue le rôle institutionnel le plus important dans l'obligation de rendre compte imposée à la BCE. Depuis sa création, la BCE a maintenu un dialogue étroit et fructueux avec le Parlement européen. Le président de la BCE a continué de rendre compte de la politique monétaire de la BCE et de ses autres missions lors des auditions trimestrielles devant la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen (ECON). Conformément aux dispositions du Traité, il a également présenté, devant la session plénière du Parlement, en novembre 2010, le *Rapport annuel 2009* de la BCE.

D'autres membres du Directoire de la BCE ont aussi été auditionnés à plusieurs reprises par le Parlement européen. Le vice-président a présenté le *Rapport annuel 2009* de la BCE à l'ECON, avant qu'il ne soit soumis en session plénière. Jürgen Stark a débattu avec les membres de l'ECON et les représentants des parlements nationaux de la reprise économique et des stratégies de sortie de crise. Lorenzo Bini Smaghi a participé à une audition publique portant sur la gouvernance économique, organisée par l'ECON. Gertrude Tumpel-Gugerell a également été auditionnée par cette Commission pour l'informer des questions relatives aux systèmes de paiement. Conformément aux pratiques établies, une délégation de l'ECON s'est rendue à la BCE le 13 décembre 2010 pour procéder à des échanges de vues avec les membres du Directoire. En outre, la BCE a accueilli la Commission spéciale sur la crise financière, économique et sociale, ainsi que la Commission de l'emploi et des affaires sociales. Les membres de ces deux commissions ont ainsi eu l'occasion d'aborder avec les membres du Directoire un large éventail de sujets, dont les récentes évolutions économiques et budgétaires, les déséquilibres mondiaux et les réformes du marché du travail.

Enfin, les services de la BCE ont présenté le rapport 2010 de la BCE sur les questions structurelles, portant sur les marchés de l'énergie et la macroéconomie de la zone euro, aux parlementaires européens et nationaux.

2 QUELQUES SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN

Lors des échanges de vues entre les membres du Parlement européen et les représentants de la BCE, un large éventail de sujets ont été examinés. Outre les évolutions macroéconomiques et la politique monétaire menée par la BCE, les principaux thèmes abordés concernaient la gouvernance économique dans l'UE et la zone euro et la législation sur la régulation et la surveillance financières.

LA RÉFORME DE LA GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE DANS L'UE ET LA ZONE EURO

La réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE (cf. chapitre 5) a occupé une place prépondérante dans les discussions entre la BCE et le Parlement européen. Dans les rapports d'initiative préparés par l'ECON et la Commission spéciale sur la crise financière, économique et sociale, le Parlement européen a émis des recommandations portant sur des mesures et des initiatives visant à l'amélioration des règles et procédures existantes. Il a notamment préconisé un renforcement des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance, et a proposé la mise en place d'un mécanisme efficace d'incitations et de sanctions. Le Parlement européen a débattu d'un ensemble de six propositions législatives émanant de la Commission le 29 septembre 2010, et a entamé, avec le Conseil, les procédures législatives requises en vue de leur adoption.

Lors de ses auditions devant le Parlement européen, le président de la BCE a appelé à un saut qualitatif en matière de renforcement de la gouvernance économique de l'UE, et plus particulièrement dans la zone euro. Il a exprimé une confiance totale dans la capacité et la volonté du Parlement européen à poursuivre une approche résolument européenne à cet égard. Par ailleurs, les représentants de la BCE ont mis leur expertise au service du Parlement européen sur certains aspects des mesures de gouvernance économique.

LA RÉFORME DU SECTEUR FINANCIER DE L'UE

Le Parlement européen et la BCE ont poursuivi leur dialogue intensif sur les questions relatives à la surveillance et la régulation financières.

Le Parlement européen et le Conseil ont officiellement adopté les quatre actes législatifs instituant le Conseil européen du risque systémique et les Autorités européennes de surveillance (cf. chapitre 4)¹.

Au cours de ses auditions devant le Parlement européen, le président de la BCE s'est félicité du rôle déterminant que le Parlement européen a joué dans la mise en œuvre d'une réforme ambitieuse de la surveillance financière incluant une réelle dimension européenne. Il a également souligné l'importance du maintien de la dynamique politique, afin de poursuivre la mise en œuvre de l'agenda de la régulation financière.

S'agissant des autres dispositions législatives ayant trait au secteur financier, l'activité du Parlement européen – et ses échanges avec les représentants de la BCE – se sont concentrés sur la directive relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et la troisième révision de la directive sur l'adéquation des fonds propres, ainsi que sur la législation concernant les conglomerats financiers, les systèmes de garantie des dépôts, les agences de notation, les ventes à découvert, les produits dérivés traités sur les marchés de gré à gré et les infrastructures de marché correspondantes. Sur toutes ces questions, le président de la BCE a souligné l'importance de mettre en place des conditions de concurrence équitables et d'éviter l'arbitrage réglementaire. Les conseils juridiques fournis par la BCE sur les propositions législatives de l'UE entrant dans son champ de compétences, donnés sous la forme d'avis de la BCE (cf. la section 6.2 du chapitre 2) ont également constitué une source d'avis techniques pour les membres du Parlement européen.

¹ Le Conseil de l'UE a en outre adopté un règlement (n° 1096/2010) confiant à la Banque Centrale européenne des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Conseil européen du risque systémique.



Le bâtiment d'accès créera un lien fonctionnel et visuel entre la *Grossmarkthalle* et la tour de bureaux double. Il traversera la *Grossmarkthalle* pour former une entrée clairement identifiable du côté nord du site, dans la *Sonnemannstrasse*. Il accueillera également le centre de presse.

Pour préparer la construction du bâtiment d'accès, trois segments du toit de l'ancienne *Grossmarkthalle* ont été retirés en août 2010, avec l'accord des autorités chargées de la préservation des bâtiments historiques. Les trois coques en béton déposées sont celles qui avaient été endommagées lors des raids aériens de la Seconde Guerre mondiale et reconstruites dans les années cinquante.

CHAPITRE 9

LA COMMUNICATION EXTERNE

I LA POLITIQUE DE COMMUNICATION

La communication externe de la BCE a pour objectif d'améliorer la compréhension de ses politiques et de ses décisions par le public et, à ce titre, fait partie intégrante de la politique monétaire de la BCE et de ses autres missions. Deux éléments clés, l'ouverture et la transparence, guident l'action de la BCE en matière de communication. Ces deux éléments contribuent à l'efficacité, à l'efficience et à la crédibilité de la politique monétaire de la BCE et de ses autres missions. Ils confortent également les efforts de la BCE pour rendre pleinement compte de ses actions, comme cela est expliqué plus en détail au chapitre 8.

L'idée, introduite en 1999 par la BCE, d'expliquer en temps réel, de façon régulière et en détail, son diagnostic et ses décisions de politique monétaire constitue une approche exceptionnellement ouverte et transparente de la communication de banque centrale. Les décisions de politique monétaire sont expliquées lors d'une conférence de presse tenue immédiatement à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs durant laquelle ces décisions ont été prises. Lors de cette conférence de presse, le président prononce une déclaration introductive détaillée qui explique les décisions du Conseil des gouverneurs. Le président et le vice-président se tiennent alors à la disposition des représentants des médias pour répondre aux questions. Depuis décembre 2004, les décisions prises par le Conseil des gouverneurs autres que celles relatives à la fixation des taux d'intérêt sont également publiées chaque mois sur les sites internet des banques centrales de l'Eurosystème.

Les actes juridiques de la BCE sont publiés dans toutes les langues officielles de l'UE, tout comme les décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs, les décisions du Conseil des gouverneurs autres que celles relatives à la fixation des taux d'intérêt, et la situation financière consolidée de l'Eurosystème¹. Le *Rapport annuel* de la BCE est également intégralement publié dans toutes les langues officielles de l'Union européenne². Le *Rapport sur la convergence* et les versions

trimestrielles du *Bulletin mensuel* de la BCE sont publiés dans leur intégralité ou sous forme de synthèse dans toutes les langues officielles de l'UE³. À des fins de responsabilité et de transparence vis-à-vis du public, la BCE publie également, outre les publications statutaires, d'autres documents dans certaines ou dans toutes les langues officielles, en particulier des communiqués de presse annonçant les projections macroéconomiques des services de la BCE, les positions adoptées et des informations revêtant un intérêt pour le grand public. L'élaboration, la publication et la diffusion des versions dans les langues nationales des publications clés de la BCE sont réalisées en collaboration étroite avec les BCN.

1 À l'exception de l'irlandais, qui fait l'objet d'une dérogation au niveau de l'UE

2 À l'exception de l'irlandais (par dérogation de l'UE) et du maltais (par accord conclu avec la banque centrale de Malte, à la suite de la levée de la dérogation temporaire de l'UE en mai 2007)

3 Cf. la note de bas de page n°2

2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION

La BCE s'adresse à des publics très divers (les experts financiers, les médias, les gouvernements, les parlements et le grand public) qui présentent des niveaux différents de connaissance de la finance et de l'économie.

En conséquence, son mandat et ses décisions sont expliqués au travers d'un ensemble d'actions et d'outils de communication qui sont améliorés en permanence afin de les rendre aussi efficaces que possible, en tenant compte de la diversité des publics ainsi que du contexte et des besoins correspondants en matière de communication.

En 2010, la BCE a concentré ses activités de communication sur l'explication des événements liés à la crise économique et financière mondiale et de leurs conséquences, ainsi que des mesures adoptées par la BCE et l'Eurosystème. La grande majorité des allocutions publiques prononcées par les membres du Directoire traitaient de ce sujet, sur lequel ont également porté la majorité des demandes d'information et des questions reçues de la presse, du public et des visiteurs de la BCE. Les projets de création du Conseil européen du risque systémique et de définition de ses objectifs et missions, y compris le rôle de la BCE consistant à assurer le secrétariat de la nouvelle instance, ont également été évoqués régulièrement dans les actions de communication de la BCE.

La BCE publie un certain nombre d'études et de rapports, réguliers et périodiques. Il s'agit notamment du *Rapport annuel*, qui présente un compte rendu des activités de la BCE au cours de l'exercice précédent et lui permet ainsi de respecter son obligation de rendre compte de ses actions, du *Bulletin mensuel*, qui fournit une mise à jour régulière de l'évaluation par la BCE des évolutions économiques et monétaires ainsi que des informations détaillées sur les facteurs sous-tendant ses décisions, et de la *Financial Stability Review*, qui évalue la stabilité du système financier de la zone euro du point de vue de sa capacité à absorber les chocs défavorables. La BCE fournit également une large gamme de données statistiques, principalement par le biais du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) et de graphiques interactifs

sur le site internet de la BCE, mais aussi sur support papier dans les éditions mensuelles du *Statistics Pocket Book* (recueil statistique sous format de poche).

Tous les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE contribuent directement à mieux faire connaître et comprendre au public les missions et les politiques de l'Eurosystème par le biais d'auditions devant le Parlement européen et les parlements nationaux, d'allocutions publiques et d'interviews accordées aux médias. En 2010, le président de la BCE et d'autres membres du Directoire sont intervenus devant le Parlement européen à huit reprises au total (pour plus de détails, cf. le chapitre 8). Sur l'année, les membres du Directoire ont prononcé environ 200 allocutions devant des publics très divers et accordé 260 interviews aux médias. Ils ont aussi publié de nombreux articles dans des revues, magazines et journaux.

Les BCN de la zone euro jouent un rôle important en assurant la diffusion, au niveau national, de l'information sur l'Eurosystème et des messages de celui-ci auprès du grand public et des parties intéressées. Elles s'adressent à une grande diversité de publics nationaux et régionaux dans leur propre langue et en tenant compte de leur environnement respectif.

En 2010, la BCE a organisé 15 séminaires pour les journalistes, dans le but d'améliorer la connaissance et la compréhension que les médias nationaux et internationaux ont du mandat confié à la BCE, de ses missions et de ses activités. Elle a organisé ces séminaires seule et en collaboration avec les BCN, la Commission européenne, le Centre européen de journalisme et d'autres organismes publics et fondations.

La BCE a accueilli quelque 13 000 visiteurs dans ses locaux, à Francfort, en 2010. Les visiteurs ont obtenu des informations de première main, sous la forme de présentations données par des experts et des cadres dirigeants de la BCE.

Tous les documents publiés par la BCE et d'autres informations concernant ses diverses

activités sont disponibles sur le site internet de la BCE. En 2010, le site internet a reçu 29 millions de visites (16% de plus que l'année précédente) ; 231 millions de pages ont été consultées et 68 millions de documents ont été téléchargés. En décembre 2010, la BCE a lancé, en coopération avec les BCN, deux outils éducatifs sur les activités de banque centrale et l'économie : *€CONOMIA – The Monetary Policy Game* et *Inflation Island*. Dans *€CONOMIA*, les joueurs doivent maintenir l'inflation sous contrôle en agissant sur le taux directeur, tout en tenant compte d'autres paramètres économiques, comme la croissance de la production, le niveau du chômage et l'évolution de la masse monétaire. Dans *Inflation Island*, les joueurs peuvent comparer les avantages de la stabilité des prix et les effets néfastes de la déflation, d'une inflation élevée et de l'hyperinflation sur une économie fictive. Ces jeux sont destinés aux personnes âgées de 18 à 25 ans ayant peu ou pas de connaissances en économie et sont téléchargeables depuis le site de la BCE ainsi que depuis les sites internet de la plupart des BCN dans toutes les langues officielles de l'UE.

En 2010, la BCE a traité quelque 100 000 demandes d'information du public concernant différents aspects de ses activités, de ses politiques et de ses décisions.

Un certain nombre de conférences internationales de haut niveau ont été organisées en 2010, parmi lesquelles la conférence intitulée « *The great financial crisis : lessons for financial stability and monetary policy – a colloquium in honour of Lucas Papademos* » et la sixième Conférence des banques centrales organisée par la BCE, dont l'intitulé était « *Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis* ».

Afin de préparer l'entrée de l'Estonie dans la zone euro le 1^{er} janvier 2011, une campagne d'information sur l'euro a été organisée en 2010 par la BCE et l'Eesti Pank, visant à familiariser les Estoniens avec l'aspect visuel et les signes de sécurité des billets et des pièces en euros. Les actions de communication mises en œuvre dans la campagne s'appuyaient sur les

enseignements tirés des précédents passages à l'euro et comprenaient des enquêtes d'opinion, jusqu'à 20 types de publications différentes (1,6 million d'exemplaires au total) et des pages internet dédiées. Pour la première fois depuis la Campagne d'information Euro 2002, la BCE a eu recours à la télévision et quatre messages publicitaires ont été diffusés entre le mois de novembre 2010 et la mi-janvier 2011. Plusieurs actions de relations presse et de relations publiques ont été organisées, parmi lesquelles un séminaire destiné aux médias à Francfort, ainsi qu'une exposition sur les billets et pièces en euros et une conférence sur l'euro à Tallin. Pour marquer le lancement de la campagne d'information sur l'euro en Estonie, le 19 septembre 2010, le président Trichet a remis une étoile symbolique contenant des billets de banque en euros au gouverneur Lipstok, à Tallin. En outre, dans le cadre des actions de communication sur les billets de banque, des expositions présentant un éventail d'activités et de jeux interactifs ont été organisées à Berlin, Francfort, Luxembourg, Varsovie et Tallin, en collaboration avec les BCN et d'autres institutions, telles que des musées.

En 2010, les journées culturelles de la BCE ont été consacrées aux Pays-Bas et organisées en coopération avec la Nederlandsche Bank. 22 manifestations reflétant la diversité culturelle des Pays-Bas ont eu lieu dans des lieux culturels réputés de Francfort, du 20 octobre au 15 novembre. L'initiative des journées culturelles a été lancée en 2003 dans le but de développer l'ouverture culturelle, et de donner aux habitants de Francfort et de sa région et aux visiteurs un aperçu de la culture d'un État membre de l'UE différent chaque année.



Le 19 mai 2010, la BCE a marqué le démarrage officiel des travaux de construction de son nouveau siège en posant la première pierre à l'emplacement de l'ancienne *Grossmarkthalle* à Francfort-sur-le-Main. Se joignant au président de la BCE, Jean-Claude Trichet, les membres du Directoire, du Conseil des gouverneurs et du Conseil général de la BCE, ainsi que le maire de la ville de Francfort-sur-le-Main, Petra Roth, et l'architecte Wolf D. Prix, de COOP HIMMELB(L)AU, ont placé à l'intérieur de la première pierre un jeu des plans de construction, des journaux provenant des vingt-sept États membres de l'UE, des séries de pièces en euros des seize pays qui constituaient alors la zone euro, une série de billets en euros, ainsi qu'une monnaie de la Ville de Francfort. La première pierre a ensuite été scellée et déposée dans l'excavation à partir de laquelle sera érigée la tour de bureaux double.

CHAPITRE 10

LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS

I LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE

I.1 L'EUROSISTÈME ET LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES



L'Eurosystème est le système de banque centrale de la zone euro. Il regroupe la BCE et les BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro (au nombre de dix-sept depuis le 1^{er} janvier 2011). Le terme d'« Eurosystème », désormais inscrit dans le traité de Lisbonne, avait précédemment été adopté par le Conseil des gouverneurs afin de permettre une meilleure compréhension de la structure de l'activité de banque centrale dans la zone euro. Ce terme renvoie à la notion d'identité partagée, de travail d'équipe et de coopération de l'ensemble de ses membres.

Le SEBC se compose de la BCE et des BCN des vingt-sept États membres de l'UE : il inclut

donc également les banques centrales des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro.

La BCE se trouve au cœur de l'Eurosystème et du SEBC et veille à ce que les opérations qui sont de la compétence du SEBC soient effectuées, soit par elle-même, soit par l'intermédiaire des BCN, auxquelles la BCE a recours dans la mesure jugée possible et appropriée. Le Directoire met en œuvre la politique monétaire conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs. Il donne les instructions nécessaires aux BCN. La BCE est dotée de la personnalité juridique de droit public international. Le traité de Lisbonne a fait

de la BCE une institution de l'UE. Toutefois, les caractéristiques institutionnelles de la BCE demeurent inchangées.

Chaque BCN est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit du pays concerné. Les BCN de la zone euro, qui font partie intégrante de l'Eurosystème, remplissent les missions confiées à celui-ci, conformément aux règles établies par les organes de décision de la BCE. Les BCN contribuent également aux travaux de l'Eurosystème et du SEBC au travers de la participation de leurs représentants aux comités de l'Eurosystème/du SEBC (cf. la section 1.5 de ce chapitre). Elles sont autorisées à exercer, sous leur propre responsabilité, des fonctions ne relevant pas de l'Eurosystème, sauf si le Conseil des gouverneurs juge que celles-ci interfèrent avec les objectifs et missions de l'Eurosystème.

L'Eurosystème et le SEBC sont dirigés par les organes de décision de la BCE : le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Le Conseil général constitue le troisième organe de décision de la BCE, tant qu'il existe des États membres de l'UE n'ayant pas encore adopté l'euro. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le Traité, les statuts du SEBC et les règlements intérieurs respectifs¹. La prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée. Cependant, la BCE et les BCN de la zone euro contribuent ensemble, sur les plans stratégique et opérationnel, à la réalisation des objectifs communs de l'Eurosystème, dans le strict respect du principe de décentralisation conformément aux statuts du SEBC.

1.2 LE CONSEIL DES GOUVERNEURS

Le Conseil des gouverneurs comprend les membres du Directoire de la BCE ainsi que les gouverneurs des BCN des États membres ayant adopté l'euro. Conformément au Traité, ses principales responsabilités 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 une analyse approfondie des évolutions monétaires et économiques et aux décisions de politique monétaire, la seconde étant généralement vouée aux questions relatives aux autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème. En 2010, une réunion s'est tenue en dehors de Francfort, organisée par le Banco de Portugal à Lisbonne. En outre, le Conseil des gouverneurs peut également tenir des réunions par voie de téléconférence ou prendre des décisions par le biais d'une procédure écrite.

Lorsqu'ils prennent des décisions de politique monétaire ou relatives à d'autres missions de la BCE et de l'Eurosystème, les membres du Conseil des gouverneurs n'agissent pas en qualité de mandataires d'un pays, mais en toute indépendance et à titre personnel. Cela se reflète dans le principe de « une voix par membre » appliqué au sein du Conseil. En 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir en place le système de vote actuel (défini à l'article 10.2 des statuts du SEBC) et d'instaurer un système de rotation seulement lorsque le nombre de gouverneurs au sein du Conseil des gouverneurs sera supérieur à dix-huit. En mars 2009, le Conseil des

¹ S'agissant du règlement intérieur de la BCE, cf. la décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 portant adoption du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 80 du 18.03.2004, modifiée par la décision BCE/2009/5 du 19 mars 2009, JO L 100 du 18.04.2009, la décision BCE/2004/12 du 17 juin 2004 portant adoption du règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 230 du 30.06.2004, et la décision BCE/1999/7 du 12 octobre 1999 concernant le règlement intérieur du Directoire de la BCE, JO L 314 du 08.12.1999. Ces textes peuvent également être consultés sur le site internet de la BCE.

gouverneurs a adopté un acte juridique qui couvre tous les aspects de la mise en œuvre du système de rotation². La décision juridique entrera en vigueur lorsque le système de rotation sera mis en œuvre.

2 Décision BCE/2009/5 du 19 mars 2009 modifiant la décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 portant adoption du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 100 du 18.04.2009. Pour une description détaillée des modalités de mise en œuvre du système de rotation, tels que l'ordre, la période et le taux de rotation, cf. l'article intitulé *Rotation des droits de vote au Conseil des gouverneurs de la BCE* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juillet 2009

LE CONSEIL DES GOUVERNEURS



Au premier rang (de gauche à droite) :
Erkki Liikanen, Marko Kranjec,
Athanasios Orphanides,
Vitor Constâncio, Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Michael C. Bonello, Ewald Nowotny

Au deuxième rang (de gauche à droite) :
Nout Wellink, Miguel Fernández
Ordóñez, Lorenzo Bini Smaghi,
Yves Mersch

Au troisième rang (de gauche à droite) :
Christian Noyer, Carlos Costa,
Guy Quaden, Patrick Honohan,
Georgios Provopoulos, José Manuel
González-Páramo, Axel A. Weber,
Jürgen Stark

Note: Mario Draghi, Andres Lipstok
and Jozef Makúch n'ont pu assister à
la réunion lors de laquelle la photo a
été prise.

Jean-Claude Trichet

Président de la BCE

Vitor Constâncio

Vice-président de la BCE

(à compter du 1^{er} juin 2010)

Gouverneur, Banco de Portugal
(jusqu'au 31 mai 2010)

Lucas D. Papademos

Vice-président de la BCE

(jusqu'au 31 mai 2010)

Lorenzo Bini Smaghi

Membre du Directoire de la BCE

Michael C. Bonello

Gouverneur, Central Bank of Malta

Carlos Costa

Gouverneur, Banco de Portugal

(à compter du 7 juin 2010)

Mario Draghi

Gouverneur, Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Gouverneur, Banco de España

José Manuel González-Páramo

Membre du Directoire de la BCE

Patrick Honohan

Gouverneur, Central Bank of Ireland

Marko Kranjec

Gouverneur, Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Gouverneur, Eesti Pank

(à compter du 1^{er} janvier 2011)

Jozef Makúch

Gouverneur, Národná banka Slovenska

(à compter du 12 janvier 2010)

Yves Mersch

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Gouverneur, Banque de France

Athanasios Orphanides

Gouverneur, Central Bank of Cyprus

George A. Provopoulos

Gouverneur, Banque de Grèce

Guy Quaden

Gouverneur, Banque nationale de Belgique

Ivan Šramko

Gouverneur, Národná banka Slovenska

(jusqu'au 11 janvier 2010)

Jürgen Stark

Membre du Directoire de la BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membre du Directoire de la BCE

Axel A. Weber

Président, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Président, De Nederlandsche Bank

I.3 LE DIRECTOIRE

Le Directoire se compose du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres nommés par le Conseil européen, à l'issue d'un vote à la majorité qualifiée, après consultation du Parlement européen et de la BCE. Les principales responsabilités du Directoire, qui se réunit en règle générale une fois par semaine, sont les suivantes :

- préparer les réunions du Conseil des gouverneurs ;
- mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro, conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des

gouverneurs et, dans ce cadre, donner les instructions nécessaires aux BCN de la zone euro ;

- assurer la gestion des affaires courantes de la BCE ;
- exercer certains pouvoirs, y compris de nature réglementaire, qui lui sont délégués par le Conseil des gouverneurs.

Le Directoire est secondé par un Comité de gestion pour les questions relevant de la gestion de la BCE, de son orientation stratégique et de la procédure budgétaire annuelle. Ce Comité de gestion se compose d'un membre du Directoire, qui en est le président, et d'un certain nombre de responsables de haut niveau.

Au deuxième rang

(de gauche à droite) :

Lorenzo Bini Smaghi,
José Manuel González-Páramo,
Jürgen Stark

Au premier rang

(de gauche à droite) :

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Vitor Constâncio



Jean-Claude Trichet

Président de la BCE

Vitor Constâncio

Vice-président de la BCE
(à compter du 1^{er} juin 2010)

Lucas D. Papademos

Vice-président de la BCE
(jusqu'au 31 mai 2010)

Lorenzo Bini Smaghi

Membre du Directoire de la BCE

José Manuel González-Páramo

Membre du Directoire de la BCE

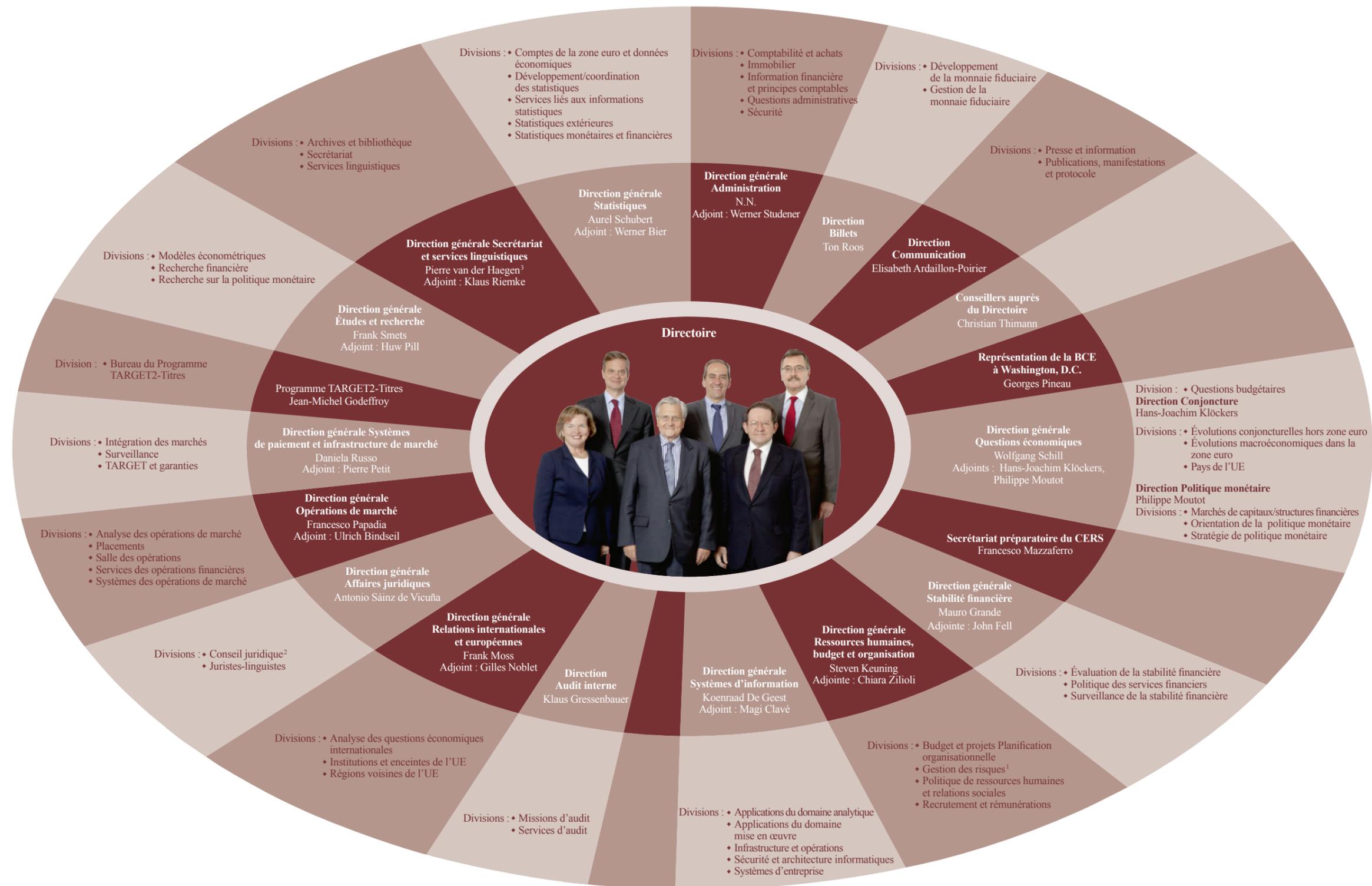
Jürgen Stark

Membre du Directoire de la BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membre du Directoire de la BCE

L'ORGANIGRAMME DE LA BCE
(au 31 décembre 2010)



Directoire

¹ Fait directement rapport au Directoire.

² Y compris les activités liées à la protection des données.

³ Secrétaire du Directoire, du Conseil des gouverneurs et du Conseil général

Au deuxième rang (de gauche à droite) : Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Jürgen Stark

Au premier rang (de gauche à droite) : Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (président), Vitor Constâncio (vice-président)

1.4 LE CONSEIL GÉNÉRAL

Le Conseil général se compose du président et du vice-président de la BCE, ainsi que des gouverneurs des BCN de l'ensemble des vingt-sept États membres de l'UE. Il accomplit, pour l'essentiel, les missions reprises de l'IME.

Dans la mesure où tous les États membres n'ont pas adopté l'euro, ces missions doivent toujours être accomplies par la BCE. En 2010, le Conseil général a tenu quatre réunions trimestrielles, ainsi qu'une réunion pour l'adoption du *Rapport sur la convergence* de la BCE.

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**

Ewald Nowotny, Erkki Liikanen,
Marko Kranjec, Patrick Honohan,
Vitor Constâncio, Jean-Claude Trichet,
Miguel Fernández Ordóñez,
Yves Mersch, Stefan Ingves

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**

Nout Wellink, Ilmārs Rimšēvičs,
Carlos Costa, Ivan Iskrov,
Athanasios Orphanides,
Miroslav Singer, Marek Belka,
Michael C. Bonello

**Au troisième rang
(de gauche à droite) :**

András Simor, Guy Quaden,
Axel A. Weber, Christian Noyer,
Nils Bernstein, Georgios Provopoulos,
Reinoldijus Šarkinas,
Andres Lipstok,
Mugur Constantin Isărescu

Note : Mario Draghi, Mervyn King
et Jozef Makúch n'ont pu
assister à la réunion lors de
laquelle la photo a été prise.



Jean-Claude Trichet

Président de la BCE

Vitor Constâncio

Vice-président de la BCE

(à compter du 1^{er} juin 2010)

Gouverneur, Banco de Portugal
(jusqu'au 31 mai 2010)

Lucas D. Papademos

Vice-président de la BCE

(jusqu'au 31 mai 2010)

Marek Belka

Président, Narodowy Bank Polski

(à compter du 11 juin 2010)

Nils Bernstein

Gouverneur, Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Gouverneur, Central Bank of Malta

Carlos Costa

Gouverneur, Banco de Portugal

(à compter du 7 juin 2010)

Mario Draghi

Gouverneur, Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Gouverneur, Banco de España

Patrick Honohan

Gouverneur, Central Bank of Ireland

Stefan Ingves

Gouverneur, Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Gouverneur, Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Gouverneur, Българска народна банка
(Banque nationale de Bulgarie)

Mervyn King

Gouverneur, Bank of England

Marko Kranjec

Gouverneur, Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Gouverneur, Eesti Pank

Jozef Makúch

Gouverneur, Národná banka Slovenska

(à compter du 12 janvier 2010)

Yves Mersch

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Gouverneur, Banque de France

Athanasios Orphanides

Gouverneur, Central Bank of Cyprus

George A. Provopoulos

Gouverneur, Banque de Grèce

Guy Quaden

Gouverneur, Banque nationale de Belgique

Ilmārs Rimšēvičs

Gouverneur, Latvijas Banka

Reinoldijus ŠarkinasPrésident du Conseil d'administration,
Lietuvos bankas**András Simor**

Gouverneur, Magyar Nemzeti Bank

Miroslav SingerGouverneur, Česká národní banka
(à compter du 1^{er} juillet 2010)**Slawomir Skrzypek †**Président, Narodowy Bank Polski
(jusqu'au 10 avril 2010)**Ivan Šramko**Gouverneur, Národná banka Slovenska
(jusqu'au 11 janvier 2010)**Zdeněk Tůma**Gouverneur, Česká národní banka
(jusqu'au 30 juin 2010)**Axel A. Weber**

Président, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Président, De Nederlandsche Bank

1.5 LES COMITÉS DE L'EUROSISTÈME/DU SEBC, LE COMITÉ BUDGÉTAIRE, LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES ET LE COMITÉ DE PILOTAGE INFORMATIQUE DE L'EUROSISTÈME**LES COMITÉS DE L'EUROSISTÈME/DU SEBC, LE COMITÉ DE PILOTAGE INFORMATIQUE DE L'EUROSISTÈME, LE COMITÉ BUDGÉTAIRE, LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES ET LEURS PRÉSIDENTS**Comité de la comptabilité et du revenu monétaire (AMICO)
Werner StudenerComité des relations internationales (IRC)
Jean-Pierre LandauComité de la surveillance bancaire (BSC)
Peter PraetComité juridique (LEGGO)
Antonio Sáinz de VicuñaComité des billets (BANCO)
Ton RoosComité des opérations de marché (MOC)
Francesco PapadiaComité de méthodologie des coûts (COMCO)
Wolfgang DuchatezComité de la politique monétaire (MPC)
Wolfgang SchillComité Eurosysteme/SEBC de la communication (ECCO)
Elisabeth Ardaillon-PoirierComité des systèmes de paiement et de règlement (PSSC)
Daniela RussoComité de stabilité financière (FSC)
Mauro GrandeComité de gestion des risques (RMC)
Carlos BernadellComité des systèmes d'information (ITC)
Koenraad de GeestComité des statistiques (STC)
Aurel SchubertComité des auditeurs internes (IAC)
Klaus GressenbauerComité budgétaire (BUCOM)
José de MatosConférence sur les ressources humaines (HRC)
Steven KeuningComité de pilotage informatique de l'Eurosystème (EISC)
Jürgen Stark

Les comités de l'Eurosystème/du SEBC ont continué de jouer un rôle important d'assistance aux organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs missions. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les comités ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de décision. Les comités se composent en général uniquement de membres du personnel des banques centrales de l'Eurosystème. Toutefois, les BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro participent aux réunions des comités chaque fois que ceux-ci traitent de questions relevant du domaine de compétence du Conseil général. Le cas échéant, d'autres organismes compétents peuvent également être invités, comme les autorités nationales de surveillance dans le cas du Comité de la surveillance bancaire. Le 16 septembre 2010, le Comité de gestion des risques a été créé afin d'aider le Conseil des gouverneurs à assurer à l'Eurosystème un niveau de protection approprié en gérant et en contrôlant les risques résultant de ses opérations de marché. Le 16 décembre 2010, le Comité de la surveillance bancaire a été dissous à la suite de la création du Conseil européen du risque systémique (cf. chapitre 6). Au 31 décembre 2010, treize comités de l'Eurosystème/du SEBC avaient été créés en application de l'article 9.1 du règlement intérieur de la BCE. Le 13 janvier 2011, conformément au même article, le Comité de stabilité financière a été mis en place pour assister le Conseil des gouverneurs dans l'accomplissement des missions de la BCE dans le domaine de la stabilité financière.

Le Comité budgétaire, créé en application de l'article 15 du règlement intérieur, assiste le Conseil des gouverneurs pour les questions se rapportant au budget de la BCE.

La Conférence sur les ressources humaines, mise en place en 2005 en application de l'article 9 (a) du règlement intérieur, constitue un forum pour l'échange d'expériences, d'expertise et d'informations entre les banques centrales de l'Eurosystème/du SEBC dans le domaine de la gestion des ressources humaines.

Le Comité de pilotage informatique de l'Eurosystème a été créé en 2007 par le Conseil des gouverneurs avec pour mission de piloter l'amélioration continue de l'utilisation de l'informatique au sein de l'Eurosystème.

1.6 LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Outre les organes de décision, le gouvernement d'entreprise de la BCE recouvre également plusieurs niveaux de contrôle, tant interne qu'externe, deux codes de conduite, un cadre d'éthique ainsi que des règles concernant l'accès du public aux documents de la BCE.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE EXTERNE

Les statuts du SEBC prévoient deux niveaux de contrôle : le commissaire aux comptes extérieur, qui vérifie les comptes annuels de la BCE (article 27.1 des statuts du SEBC), et la Cour des comptes européenne, qui examine l'efficacité de la gestion de la BCE (article 27.2). Le rapport annuel de la Cour des comptes européenne, ainsi que la réponse de la BCE, sont publiés sur le site internet de la BCE et au Journal officiel de l'Union européenne. Afin de renforcer les garanties données au public quant à l'indépendance du commissaire aux comptes extérieur de la BCE, le principe d'une rotation des cabinets d'audit est appliqué³. Les « Bonnes pratiques pour la sélection et le mandat des commissaires aux comptes extérieurs », qui ont été publiées sur le site internet de la BCE, fournissent à chaque banque centrale de l'Eurosystème des orientations de haut niveau pour le choix des commissaires aux comptes extérieurs et la définition de leur mandat. Les bonnes pratiques permettent également au Conseil des gouverneurs de formuler ses recommandations au Conseil sur la base de critères de sélection harmonisés, cohérents et transparents.

3 À l'issue d'une procédure d'appel d'offres public et conformément à la décision de procéder à la rotation des cabinets d'audit, *PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft* a été nommé commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour les exercices 2008 à 2012.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE INTERNE

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche dans laquelle chaque unité organisationnelle (section, division, direction ou direction générale) est responsable de la gestion de ses risques et de ses contrôles propres, ainsi que de l'efficacité et de l'efficience de ses opérations. Ces unités mettent en œuvre des procédures de contrôle opérationnel dans leur domaine de responsabilité conformément au niveau de tolérance au risque défini *ex ante* par le Directoire. Par exemple, un ensemble de règles et procédures, qualifié de « muraille de Chine », est en place pour empêcher que des informations internes, provenant des services en charge de la mise en œuvre de la politique monétaire, ne parviennent aux services en charge de la gestion des réserves de change de la BCE et de son portefeuille de fonds propres.

En 2010, la BCE a encore affiné son approche de la gestion du risque opérationnel et a continué, conjointement avec les BCN, de mettre en œuvre le cadre de gestion du risque opérationnel défini pour les missions et processus de l'Eurosystème. Les unités organisationnelles de la BCE ont également mis à jour leurs processus d'évaluation du risque opérationnel. La BCE procède régulièrement à des tests et à un réexamen des dispositifs de continuité opérationnelle pour ses opérations critiques. De plus, en 2010, la BCE a réexaminé son cadre de gestion des crises et mis en place un programme de formation pour l'équipe chargée de la gestion des crises. À la suite de l'approbation par le Conseil des gouverneurs du lancement du cadre de continuité opérationnelle de l'Eurosystème en 2009, les procédures pour une analyse d'impact sur l'activité au niveau de l'Eurosystème ont été développées.

De plus, en décembre 2010, le Comité de gestion des risques (RMC) nouvellement créé s'est réuni pour la première fois. L'une de ses missions principales consiste à fournir une évaluation intégrée de tous les risques financiers auxquels est exposé l'Eurosystème dans le cadre de ses opérations de marché, qui recouvrent les opérations de politique monétaire et les opérations

de crédit intrajournalières, les opérations de change ainsi que les opérations liées à la gestion des réserves de change de la BCE.

Indépendamment de la structure de contrôle interne et du suivi des risques de la BCE, des missions d'audit sont réalisées par la direction de l'Audit interne sous la responsabilité directe du Directoire. Conformément au mandat défini dans la Charte d'audit de la BCE⁴, les auditeurs internes de la BCE, qui fournissent l'assurance d'une source indépendante et objective et des services de conseil, ont recours à une approche systématique en vue d'évaluer et d'améliorer l'efficacité des processus de gestion du risque, de contrôle et de gouvernance. Les activités d'audit interne de la BCE sont conformes aux Normes internationales pour la pratique professionnelle de l'audit interne définies par l'Institut de l'audit interne.

Un comité de l'Eurosystème/du SEBC, le Comité des auditeurs internes, qui se compose des responsables de l'audit interne à la BCE et dans les BCN, est chargé d'assurer la coordination des procédures d'audit des projets et des systèmes opérationnels communs à l'Eurosystème/au SEBC.

Un Comité d'audit de la BCE renforce encore le cadre de gouvernance de la BCE et de l'Eurosystème dans son ensemble. Il est composé de trois membres du Conseil des gouverneurs et placé sous la présidence de Erkki Liikanen (Gouverneur de la Suomen Pankki – Finlands Bank).

LES CODES DE CONDUITE

Deux codes de conduite sont applicables aux membres des organes de décision de la BCE. Le premier fixe des orientations et établit des normes d'éthique professionnelle à l'intention des membres du Conseil des gouverneurs et de leurs suppléants dans l'exercice de leurs fonctions en cette qualité. Il reflète leur responsabilité en matière de maintien de

⁴ Cette charte est publiée sur le site internet de la BCE afin de favoriser la transparence concernant les dispositions en vigueur à la BCE en matière d'audit.

l'intégrité et de la réputation de l'Eurosystème ainsi que de l'efficacité de ses opérations⁵. Le Conseil des gouverneurs a également nommé un conseiller pour les questions d'éthique, chargé de donner à ses membres des orientations s'agissant de certains aspects relatifs au comportement professionnel. Le deuxième code est le Code complémentaire d'éthique professionnelle applicable aux membres du Directoire⁶. Il complète l'autre code de conduite en détaillant les règles de déontologie que les membres du Directoire doivent respecter. Un cadre d'éthique professionnelle très complet applicable aux membres du personnel de la BCE est entré en vigueur le 1^{er} avril 2010⁷. Il a renforcé et amélioré les règles d'éthique qui s'appliquent au personnel de la BCE telles que définies dans les Conditions d'emploi, dans le Règlement concernant le personnel et dans l'ancien Code de conduite⁸. Le cadre fournit des orientations et définit des conventions, des normes et des critères d'éthique professionnelle. Tous les membres du personnel sont censés maintenir une éthique professionnelle élevée dans l'accomplissement de leurs missions ainsi que dans leurs relations avec les BCN, les autorités publiques, les intervenants de marché, les représentants des médias et le public en général. Un responsable des questions d'éthique professionnelle, nommé par le Directoire, veille à une interprétation cohérente des règles qui s'appliquent aux membres du Directoire et au personnel.

LES MESURES ANTIFRAUDE

En 1999, le Parlement européen et le Conseil ont adopté un règlement⁹ visant à renforcer la lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés. Ce règlement permet notamment à l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), en cas de suspicion de fraude, de procéder à des enquêtes internes au sein des institutions, organes, organismes et agences de l'UE. Le règlement OLAF prévoit que chacun d'eux adopte des décisions permettant à l'OLAF de mener ses enquêtes en leur sein. En juin 2004, le Conseil des

gouverneurs a adopté une décision¹⁰, entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2004, concernant les conditions et modalités des enquêtes menées par l'OLAF à la BCE.

PROGRAMME INTERNE DE LA BCE RELATIF À LA PRÉVENTION DU BLANCHIMENT DE CAPITAUX ET À LA LUTTE CONTRE LE FINANCEMENT DU TERRORISME

En 2007, la BCE a instauré son dispositif interne de prévention du blanchiment de capitaux (*anti-money laundering* – AML) et de lutte contre le financement du terrorisme (*counter-terrorist financing* – CTF). La teneur des dispositions AML/CTF est conforme aux quarante recommandations et aux neuf recommandations spéciales du Groupe d'action financière internationale (GAFI), dans la mesure où elles s'appliquent aux opérations de la BCE. Au sein de la BCE, une fonction de contrôle de conformité identifie, analyse et traite les risques liés au blanchiment de capitaux et au financement du terrorisme pour toutes les activités concernées de la BCE. En particulier, veiller à la conformité avec la réglementation AML/CTF participe du processus d'évaluation et de suivi de l'éligibilité des contreparties de la

5 Cf. le Code de conduite des membres du Conseil des gouverneurs, JO C 123 du 24.05.2002, modifié, JO C 10 du 16.01.2007 et le site internet de la BCE

6 Cf. le Code complémentaire d'éthique professionnelle applicable aux membres du Directoire de la BCE, JO C 104 du 23.04.2010 et le site internet de la BCE

7 Cf. la partie 0 du Règlement concernant le personnel de la BCE qui contient le Cadre d'éthique, JO C 104 du 23.04.2010 et le site internet de la BCE

8 Cf. l'ancien Code de conduite de la Banque centrale européenne édicté conformément à l'article 11.3 du Règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO C 76 du 08.03.2001

9 Règlement (CE) n° 1073/1999 du Parlement européen et du Conseil du 25 mai 1999 concernant les enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte anti-fraude (OLAF), JO L 136 du 31.05.1999

10 Décision BCE/2004/11 relative aux conditions et modalités des enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude au sein de la Banque centrale européenne en matière de lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés européennes et portant modification des Conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne, JO L 230 du 30.06.2004. Cette décision a été adoptée en application du jugement de la Cour européenne de Justice du 10 juillet 2003 dans l'affaire C-11/00 opposant la Commission à la Banque centrale européenne, recueil de jurisprudence I-7147.

BCE. Dans ce contexte, une attention particulière est accordée aux mesures restrictives adoptées par l'UE et aux déclarations publiques formulées par le GAFI. Un système de déclaration interne complète le dispositif AML/CTF de la BCE afin de garantir que toutes les informations pertinentes sont systématiquement collectées et dûment communiquées au Directoire.

L'ACCÈS DU PUBLIC AUX DOCUMENTS DE LA BCE

La décision de la BCE relative à l'accès du public à ses documents¹¹, adoptée en mars 2004, est conforme aux objectifs et aux normes adoptés par les autres institutions et organes de l'UE dans ce domaine. Elle améliore la transparence tout en veillant à préserver l'indépendance de la BCE et des BCN, ainsi que la confidentialité de certaines questions touchant à l'accomplissement des missions de la BCE¹².

En 2010, les demandes d'accès formulées par le public sont restées limitées.

11 Décision BCE/2004/3 relative à l'accès du public aux documents de la BCE, JO L 80 du 18.03.2004

12 Conformément à l'engagement de la BCE en faveur de l'ouverture et de la transparence, la section « Archives » du site internet de la BCE permet l'accès à la documentation historique.

2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION

2.1 LA GESTION DES RESSOURCES HUMAINES

En 2010, la BCE a continué de développer et de mettre en œuvre ses politiques de gestion des ressources humaines dans quatre domaines : la culture d'entreprise, la politique de recrutement, l'évolution professionnelle et les conditions d'emploi.

LA RESPONSABILITÉ SOCIALE DE L'ENTREPRISE

En 2010, les évolutions relatives à la responsabilité sociale de l'entreprise de la BCE ont porté sur la diversité et l'éthique professionnelle. Un certain nombre d'initiatives ont été lancées afin de sensibiliser aux objectifs de la BCE en matière de diversité liée au genre et de mieux les intégrer dans la gestion habituelle des ressources humaines. Pour marquer l'engagement de la BCE à cet égard, une déclaration publique ayant trait à la diversité a été publiée sur le site internet de la BCE. En ce qui concerne l'éthique, un cadre d'éthique professionnelle applicable aux membres du personnel de la BCE est entré en vigueur en 2010, comme cela a été abordé de façon plus détaillée dans la section précédente.

LA POLITIQUE DE RECRUTEMENT

Au 31 décembre 2010, le nombre total d'agents en équivalent temps plein titulaires d'un contrat de travail à la BCE était de 1 607 (1 563 au 31 décembre 2009)¹³. Un total de 53 nouveaux contrats à durée déterminée (de nature limitée ou convertibles en contrats à durée indéterminée) ont été proposés en 2010. Par ailleurs, 28 agents bénéficiant de contrats à durée déterminée ou indéterminée ont quitté la BCE en 2010 (27 en 2009) à la suite d'une démission ou d'un départ en retraite. En outre, 128 contrats à court terme ont été conclus en 2010 (en plus de la prorogation de certains contrats) pour pallier les absences d'une durée inférieure à un an, tandis que 140 contrats à court terme sont arrivés à échéance durant l'année.

La BCE a continué de proposer des contrats de courte durée à des agents des BCN et des organisations internationales, favorisant ainsi un esprit d'équipe à l'échelle du SEBC

et la collaboration avec les organisations internationales. Au 31 décembre 2010, 158 agents des BCN et des organisations internationales travaillaient à la BCE, où ils occupaient diverses fonctions, soit 12 % de plus qu'en 2009.

En septembre 2010, la BCE a accueilli le cinquième groupe de participants à son *Graduate Programme*. Les participants, qui sont de jeunes diplômés d'universités de premier plan, ont une formation universitaire générale et se voient affectés à deux domaines d'activité, sur la base d'une rotation, pour une durée totale de deux ans.

Comme lors des années précédentes, des possibilités de stages ont été offertes tout au long de l'année à des étudiants et à des diplômés ayant une formation en économie, en statistiques, en administration des entreprises, en droit et en traduction. La BCE a publié les règles applicables à son programme de stages sur son site internet en avril 2010 afin de clarifier les critères d'éligibilité, la durée de la mission, la couverture en cas d'absences et de maladie. Au 31 décembre 2010, la BCE comptait 92 stagiaires (12,8 % de plus qu'en 2009). La BCE a également offert quatre postes de recherche au titre du programme de parrainage Wim Duisenberg, qui est ouvert à des économistes de premier plan, et cinq postes de jeunes chercheurs dans le cadre du programme de parrainage Lamfalussy.

L'ÉVOLUTION PROFESSIONNELLE

Les mesures relatives à la mobilité et à l'évolution du personnel ont continué d'être les principaux outils d'évolution professionnelle à la BCE.

Sa politique de mobilité interne permet à la BCE de sensibiliser le personnel et d'accroître les synergies entre les métiers. La politique de recrutement en interne de la BCE vise également

¹³ Outre les contrats relatifs à des postes en équivalent temps plein, ce chiffre inclut, entre autres, les contrats de courte durée offerts aux agents détachés par les BCN et les organisations internationales et les contrats proposés aux participants au *Graduate Programme*.

à favoriser la mobilité interne en mettant l'accent sur une large palette de compétences. En 2010, 204 agents, dont 37 cadres dirigeants et conseillers, ont effectué une mobilité interne, sur une base temporaire ou de long terme.

La BCE, comme toutes les banques centrales du SEBC, participe activement au programme d'expérience professionnelle en externe préconisé par la Conférence sur les ressources humaines, qui lui permet de détacher du personnel dans les vingt-sept BCN de l'UE ou dans des organisations internationales à vocation financière (comme le FMI ou la BRI), pour des durées allant de deux à douze mois. En 2010, huit nouveaux agents ont été détachés dans le cadre de ce programme. En outre, la BCE a accordé des congés sans solde d'une durée maximale de trois ans à 36 nouveaux agents. À fin décembre 2010, le nombre total d'agents en congé sans solde était de 45 (contre 55 en 2009).

La BCE a continué de promouvoir l'acquisition et le développement des qualifications et l'amélioration des compétences des cadres dirigeants et des membres du personnel. Outre de nombreuses possibilités de formation interne, les membres du personnel et les cadres dirigeants ont continué de profiter de possibilités de formation externe pour répondre à des besoins de formation individuelle de nature plus « technique ». Ils ont également bénéficié des possibilités offertes dans le cadre de programmes de formation du SEBC ou de formations proposées par les BCN.

LES CONDITIONS D'EMPLOI

Les conditions d'emploi à la BCE sont conçues pour être attrayantes et pour respecter l'équilibre entre les besoins du personnel et ceux de l'institution. La BCE revoit actuellement certaines de ses dispositions relatives au temps de travail et aux congés, dans l'optique de faciliter encore le traitement des demandes de temps partiel. Fin 2010, 158 agents travaillaient à temps partiel, soit 10 % de moins qu'en 2009. Le nombre d'agents en congé parental sans solde s'élevait à 24 au 31 décembre 2010 (contre 28

en 2009). Le projet pilote de télétravail, lancé en 2008, a été prolongé sur l'année 2010. En moyenne, environ 235 agents ont télétravaillé chaque mois. Sur l'ensemble de 2010, 662 agents ont pratiqué le télétravail au moins une fois.

La BCE a continué d'aider son personnel en matière de garde d'enfants et de conciliation entre engagements professionnels et familiaux. Les politiques en faveur des parents d'enfants atteints de maladie grave ou présentant des besoins impératifs en matière d'éducation ont été renforcées pour intégrer un soutien élargi aux parents d'enfants ayant des difficultés d'apprentissage ou des troubles du développement neuro-comportemental.

2.2 LES RELATIONS AVEC LE PERSONNEL ET LE DIALOGUE SOCIAL

La BCE reconnaît pleinement l'importance d'un dialogue constructif avec les membres de son personnel. En 2010, la BCE a consulté les représentants du personnel sur des questions relatives à la rémunération, à l'emploi, aux conditions de travail, aux conditions de santé et de sécurité et à la réforme des retraites et elle a continué d'entretenir un dialogue régulier avec ces représentants en ce qui concerne l'emploi et les questions sociales.

Une discussion avec le syndicat représentatif à propos de l'accord entre la BCE et ce syndicat est en cours, visant à améliorer encore le dialogue social à la BCE.

2.3 LE NOUVEAU SITE DE LA BCE

Le démarrage officiel des grands travaux d'édification du nouveau siège de la BCE dans le quartier *Ostend* de Francfort a été marqué par une cérémonie de pose de la première pierre le 19 mai 2010. En juin, la charpente en acier pour les fondations de la tour de bureaux double et du parking souterrain destiné au personnel a été mise en chantier, suivie des travaux sur l'armature en béton armé en juillet. D'ici début 2011, les deux

niveaux du parking souterrain destiné au personnel et le sous-sol de la tour de bureaux double auront été terminés et les travaux de gros œuvre au niveau du rez-de-chaussée auront débuté.

En parallèle, les travaux de construction sur l'ancien bâtiment de la *Grossmarkthalle* ont démarré. En vue de préparer la construction du bâtiment d'accès, la façade et les trois éléments de toiture de la partie ouest de l'ancien marché de gros ont été déposés. Le sous-sol a également été démolé, pour être remplacé par un sous-sol étanche capable de supporter le poids des éléments structurels abritant les nouvelles installations fonctionnelles de la BCE – espace visiteurs, centre de conférences, cafétéria et restaurant d'entreprise.

En étroite collaboration avec la commission des monuments historiques, les travaux de restauration de l'ancienne *Grossmarkthalle* ont également débuté au printemps 2010 avec la restauration minutieuse de la façade de briques et du sol en béton strié du bâtiment correspondant à l'aile est. Des travaux de restauration complets de la substance même du bâtiment sont en cours afin de préserver la structure de la *Grossmarkthalle*.

En février 2011, la BCE a attribué le contrat relatif aux travaux de gros œuvre de la tour de bureaux double à une nouvelle entreprise de construction. L'entreprise Baresel GmbH initialement choisie a achevé le gros œuvre jusqu'au niveau du rez-de-chaussée et l'entreprise Ed. Zublin AG a été chargée de réaliser le reste des travaux. Tous les travaux de construction se déroulent comme prévu. La date d'achèvement du nouveau siège demeure inchangée et prévue pour fin 2013, l'emménagement de la BCE intervenant ensuite, c'est-à-dire en 2014.

2.4. L'OFFICE DE COORDINATION DES ACHATS DE L'EUROSYSTÈME

En 2010, l'Office de coordination des achats de l'Eurosystem (*Eurosystem Procurement Coordination Office* – EPCO) a finalisé deux

procédures conjointes initiées en 2009 : les transports aériens pour se rendre aux réunions du SEBC et les réservations groupées de chambres d'hôtel. En outre, l'EPCO a coordonné de nombreuses analyses initiées en 2009, qui devraient soit être finalisées, soit conduire à des achats groupés au cours des mois à venir. Les domaines couverts par ces analyses sont les fournisseurs de données de marché et les agences de notation, les fournitures de bureaux et les outils logiciels informatiques standard. L'EPCO a également continué de promouvoir l'échange entre banques centrales de pratiques de référence dans le domaine des achats.

Lors de sa réunion du 15 décembre 2010, le Conseil des gouverneurs a pris acte du document intitulé *EPCO – Review of experience at the half-way stage of the mandate (2008-2012)* (EPCO – Bilan à mi-mandat (2008-2012), qui donnait l'occasion d'analyser l'expérience acquise au cours de la première moitié du mandat de cinq ans de l'EPCO et de réorienter ses activités pour la durée restante.

2.5 LES QUESTIONS ENVIRONNEMENTALES

La BCE est une institution soucieuse de l'environnement. Elle utilise les ressources naturelles de façon raisonnée afin de préserver la qualité de l'environnement et de protéger la santé humaine.

En 2010, le système de gestion environnementale (*Environmental Management System*) de la BCE a obtenu une certification. Il est conforme à la norme internationale EN ISO 14001 et au système de management environnemental et d'audit de l'UE. La BCE vise une amélioration constante du système et de sa performance environnementale. Une comparaison des données de 2008 et 2009 montre une réduction de 22 % des émissions de carbone au cours de cette période. Dans l'optique d'une nouvelle réduction par la BCE de son empreinte écologique, un nouveau programme environnemental a été lancé pour 2010-2011.

La BCE a publié une déclaration environnementale sur son site internet, fournissant des informations détaillées sur sa performance en matière d'environnement.

Par ailleurs, les objectifs volontaristes du programme *GreenBuilding* de la Commission européenne sont appliqués à la construction du nouveau site de la BCE. Ce programme, lancé en 2004, vise à améliorer l'efficacité énergétique et développer l'utilisation des énergies renouvelables dans l'immobilier non résidentiel en Europe.

2.6 LA GESTION DES SERVICES INFORMATIQUES

La direction générale des Systèmes d'information a achevé la mise en œuvre de sa nouvelle structure organisationnelle en 2010. Une attention toute particulière a été accordée à la mise en œuvre de la stratégie, au programme de travail pour 2010 et aux améliorations constantes des processus depuis les certifications ISO obtenues en 2009.

Sur l'ensemble de l'année, les travaux ont porté sur la préparation de services informatiques nécessaires à la mise en place du Conseil européen du risque systémique et à une entrée sans heurt de l'Estonie dans la zone euro. En raison de la crise financière, plusieurs applications ont subi des modifications urgentes et ont dû être maintenues en fonctionnement sur des plages horaires étendues et le week-end.

Divers projets ont été initiés pour renforcer la conformité des applications informatiques aux politiques de sécurité du SEBC. Des dispositions ont également été prises pour moderniser les systèmes intervenant dans la mise en œuvre des décisions de politique monétaire et pour mener à terme les projets qui concernent des processus administratifs.

3 LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES

En 2010, les activités de la Conférence sur les ressources humaines et de son groupe de travail sur la formation et le développement ont couvert divers aspects de la gestion des ressources humaines, notamment la mobilité au sein du SEBC.

Les formations dispensées par le SEBC ont été encore étendues avec le lancement : a) du *ESCB Project Management Training Programme* (Programme de formation à la gestion de projet du SEBC), qui comprend plusieurs modules relatifs à la méthodologie de la gestion de projet et aux compétences douces (*soft skills*) nécessaires dans un environnement de projet, et b) d'un stage sur la rédaction et la communication des rapports d'audit. Pour 2011, le calendrier des formations prévoit au total 57 stages organisés au sein du SEBC, qui se tiendront dans vingt-deux banques centrales.

4 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC

Le dialogue social au sein du SEBC est une instance de concertation impliquant la BCE et les représentants du personnel des banques centrales du SEBC ainsi que les fédérations syndicales européennes¹⁴. Il a pour objet de fournir des informations et de débattre des questions susceptibles d'avoir une incidence notable sur les conditions d'emploi dans les banques centrales du SEBC. Les informations sont diffusées au moyen d'une lettre d'information semestrielle et lors de réunions qui se tiennent à Francfort deux fois par an.

En 2010, les réunions au titre du Dialogue social au sein du SEBC ont été consacrées essentiellement à la surveillance financière, à la création du Conseil européen du risque systémique et aux mesures prises par la BCE durant la crise. Ont également été examinées les questions concernant la production de billets de banque et la circulation fiduciaire, les opérations de marché ainsi que les systèmes de paiement.

Les réunions *ad hoc* sur la production de billets de banque et la circulation fiduciaire ont continué de traiter les questions techniques en complément de celles évoquées lors de la réunion plénière du Dialogue social au sein du SEBC. Le groupe de travail sur le Dialogue social au sein du SEBC s'est réuni à nouveau en mai et septembre et a notamment identifié les points susceptibles de figurer à l'ordre du jour des réunions au titre du Dialogue social au sein du SEBC.

¹⁴ Le Comité permanent des syndicats des banques centrales européennes (CPSBCE), UNI-Europa Finance et la Fédération syndicale européenne des services publics (FSESP).

5 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE

RAPPORT DE GESTION POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2010

1 NATURE DE L'ACTIVITÉ

Les activités de la BCE en 2010 sont décrites en détail dans les chapitres correspondants du *Rapport annuel*.

2 OBJECTIFS ET MISSIONS

Les objectifs et missions de la BCE sont décrits dans les statuts du SEBC (articles 2 et 3). Une vue d'ensemble de la réalisation de ces objectifs est intégrée dans l'avant-propos du président au *Rapport annuel*.

3 RESSOURCES, RISQUES ET PROCÉDURES : PRINCIPAUX ÉLÉMENTS

GOVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE

Le Directoire, le Conseil des gouverneurs et le Conseil général sont les organes de décision de la BCE.

Le cadre de gouvernance de la BCE comprend différents niveaux de contrôle et mesures d'audit. La Cour des comptes européenne, par exemple, examine l'efficacité de la gestion de la BCE, alors qu'un commissaire aux comptes extérieur vérifie les comptes annuels de la BCE. Pour renforcer l'indépendance de ce dernier, la BCE sélectionne un nouveau cabinet d'audit tous les cinq ans. Et pour consolider davantage encore le cadre de gouvernance de la BCE, le Conseil des gouverneurs a créé en 2007 le Comité d'audit de la BCE.

La BCE a, avec le temps, établi une série de règles internes relatives aux pratiques opérationnelles et aux normes de conduite professionnelle que son personnel doit respecter. Le Manuel des pratiques organisationnelles, par exemple, qui est entré en vigueur en 2007 et est régulièrement mis à jour, fournit des informations sur les objectifs et pratiques opérationnels de façon accessible et conviviale, aidant les employés à remplir leurs obligations professionnelles.

Au sein de la structure de contrôle interne de la BCE, chaque unité organisationnelle est responsable de la gestion de ses risques propres et de la mise en œuvre de ses contrôles ainsi que de l'efficacité et de l'efficacités de ses opérations. De plus, des missions d'audit indépendantes sont réalisées par la Direction de l'Audit interne sous la responsabilité directe du Directoire.

De plus amples informations sur la gouvernance de la BCE sont disponibles dans le chapitre 10 du *Rapport annuel*.

MEMBRES DU DIRECTOIRE

Les membres du Directoire sont nommés par le Conseil européen, sur recommandation du Conseil de l'UE après consultation du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs, parmi des personnes dont l'autorité et l'expérience professionnelle dans le domaine monétaire ou bancaire sont reconnues.

Les conditions d'emploi des membres du Directoire sont fixées par le Conseil des gouverneurs sur proposition d'un comité comprenant trois membres nommés par le Conseil des gouverneurs et trois membres nommés par le Conseil de l'UE.

Les émoluments des membres du Directoire sont indiqués dans la note 32 « Charges de personnel » des comptes annuels.

PERSONNEL

La BCE a pleinement conscience de l'importance de la mise en place de saines politiques de gestion des ressources humaines et d'un dialogue constructif avec son personnel. En 2010, les évolutions relatives à la responsabilité sociale de l'entreprise de la BCE ont essentiellement porté sur la diversité et l'éthique professionnelle. Un nouveau cadre éthique général applicable aux membres du personnel de la BCE est entré en vigueur le 1^{er} avril 2010. Ce cadre donne des orientations et définit des conventions, des normes et des critères de référence en matière

d'éthique professionnelle. Chaque membre du personnel doit maintenir un haut niveau d'éthique professionnelle dans l'accomplissement de ses missions ainsi que dans ses relations avec les BCN, les autorités publiques, les intervenants de marché, les représentants des médias et le public en général.

Les mesures relatives à la mobilité et à l'évolution du personnel ont continué d'être les principaux outils d'évolution professionnelle en 2010. En outre, la BCE a continué d'aider son personnel en matière de garde d'enfants et de conciliation entre engagements professionnels et familiaux.

L'effectif moyen (en équivalent temps plein) employé par la BCE¹ est passé de 1 530 en 2009 à 1 565 en 2010. À la fin de 2010, l'effectif total s'élevait à 1 607. Des informations complémentaires figurent dans la note 32 « Charges de personnel » des comptes annuels et au chapitre 10, section 2, du *Rapport annuel* qui décrit également plus en détail les évolutions dans le domaine de la gestion des ressources humaines.

ACTIVITÉS DE PLACEMENT ET GESTION DU RISQUE

Le portefeuille de réserves de change de la BCE se compose des avoirs de réserve qui lui ont été transférés par les BCN de la zone euro en vertu des dispositions de l'article 30 des statuts du SEBC. Ce portefeuille a pour principal objet de garantir que l'Eurosystème dispose, en cas de besoin, d'un montant suffisant de liquidité susceptible d'être mobilisé lors de ses opérations de change.

Le portefeuille de fonds propres de la BCE reflète le placement de (a) son capital libéré, (b) de la contrepartie de la provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or, (c) du fonds de réserve générale et (d) des revenus accumulés sur ce portefeuille au fil des années. Son objectif est essentiellement de doter la BCE des revenus nécessaires à la couverture de ses dépenses d'exploitation.

La BCE est exposée à des risques financiers liés aux deux portefeuilles mentionnés ci-dessus. Il s'agit de risques de crédit, de marché et de liquidité. La BCE surveille étroitement et mesure ces risques et, le cas échéant, les atténue à travers la mise en œuvre d'un cadre de gestion des risques comprenant, notamment, un système de limitation des risques.

Les activités de placement de la BCE et sa gestion des risques associés sont décrites de façon plus détaillée dans le chapitre 2 du *Rapport annuel*.

PROCÉDURE BUDGÉTAIRE

Un contrôle des dépenses par rapport aux budgets adoptés est régulièrement effectué par le Directoire, en tenant compte de l'avis de la fonction de contrôle interne de la BCE, et par le Conseil des gouverneurs avec l'assistance du Comité budgétaire (BUCOM). Le BUCOM, composé d'experts de la BCE et des BCN de la zone euro, est un acteur essentiel de la procédure de gestion financière de la BCE. Conformément à l'article 15 du règlement intérieur de la BCE, le BUCOM assiste le Conseil des gouverneurs en lui fournissant une évaluation détaillée des propositions relatives au budget annuel de la BCE et des demandes de financement budgétaire supplémentaire du Directoire, avant leur soumission au Conseil des gouverneurs pour approbation.

4 RESSOURCES FINANCIÈRES

CAPITAL

Conformément aux statuts du SEBC et au Règlement du Conseil (CE) n° 1009/2000 du 8 mai 2000, la BCE a décidé en décembre 2010

¹ Ces chiffres ne comprennent pas les employés bénéficiant d'un congé sans solde. Ils recouvrent l'ensemble des effectifs disposant d'un contrat à durée indéterminée, à durée déterminée ou de court terme ainsi que les participants au *Graduate Programme* de la BCE. Les employés en congé de maternité ou en congé de maladie de longue durée sont également inclus.

d'augmenter son capital souscrit de 5 milliards d'euros, de 5,8 milliards à 10,8 milliards d'euros.

Cette décision résulte d'une évaluation de l'adéquation du capital statutaire lancée en 2009. L'augmentation du capital a été jugée appropriée en raison de la volatilité accrue des taux de change, des taux d'intérêt, des cours de l'or et de l'exposition de la BCE au risque de crédit.

Afin de faciliter le transfert de capital en faveur de la BCE, le Conseil des gouverneurs a décidé que les BCN de la zone euro devraient verser leurs contributions supplémentaires au capital, à hauteur de 3 489 575 000 euros, en trois versements annuels de même montant. Le 29 décembre 2010, les BCN appartenant à cette date à la zone euro ont transféré 1 163 191 667 euros au titre de leur premier versement. Les deux versements restants seront effectués respectivement fin 2011 et fin 2012. En outre, le pourcentage minimum du capital souscrit, que les BCN n'appartenant pas à la zone euro sont tenues de libérer à titre de participation aux coûts de fonctionnement de la BCE, a été ramené de 7,00 % à 3,75 %. Par conséquent, le capital libéré par les BCN hors zone euro a été légèrement ajusté, des versements s'élevant au total à 84 220 euros ayant été effectués le 29 décembre 2010.

À la suite de ces paiements, le capital libéré de la BCE s'élevait à 5,306 milliards d'euros au 31 décembre 2010, contre 4,142 milliards d'euros au 31 décembre 2009. Des informations détaillées sur ces modifications sont disponibles dans la note 17 « Capital et réserves » des comptes annuels.

PROVISION POUR RISQUES DE CHANGE, DE TAUX D'INTÉRÊT, DE CRÉDIT ET DE VARIATION DU COURS DE L'OR

La plupart des éléments d'actif et de passif de la BCE étant réévalués périodiquement aux cours de change et aux prix des titres en vigueur à la

date de réévaluation, la rentabilité de la BCE est fortement affectée par son exposition au risque de change et, dans une moindre mesure, au risque de taux d'intérêt. Ces risques découlent principalement de ses (son portefeuille d'avoirs en or et de réserves de change libellés en dollars et en yens, investis essentiellement en instruments portant intérêts.

En 2005, compte tenu de l'exposition importante de la BCE à ces risques et du niveau atteint par ses comptes de réévaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de constituer une provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or. En 2009, à la suite de l'instauration du programme d'achat d'obligations sécurisées (cf. la note 5 des comptes annuels « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro »), le Conseil des gouverneurs a décidé d'élargir le champ d'application de la provision pour risques afin de couvrir également le risque de crédit.

Au 31 décembre 2009, cette provision s'élevait à 4 020 445 722 euros. Conformément aux statuts du SEBC, le montant cumulé de la provision pour risques et du fonds de réserve générale ne peut dépasser la valeur des parts dans le capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro. Tenant compte des résultats de son évaluation des risques, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter le montant de la provision, qui est passée à 5 183 637 388 euros, ce qui, à la suite de l'augmentation de capital, correspond au plafond (maximum) autorisé.

Le montant et l'adéquation de cette provision sont revus chaque année, en fonction d'une série de facteurs, parmi lesquels le niveau des portefeuilles d'actifs risqués, l'ampleur de l'exposition aux risques matérialisés sur l'exercice financier en cours, les résultats attendus pour l'exercice à venir et une évaluation des risques à partir de calculs de *Value at Risk* (VaR) sur les actifs à risque, effectuée à intervalles réguliers.

5 RÉSULTATS FINANCIERS

COMPTES FINANCIERS

En vertu de l'article 26.2 des statuts du SEBC, les comptes annuels de la BCE sont établis par le Directoire, conformément aux principes fixés par le Conseil des gouverneurs. Ces comptes sont alors approuvés par le Conseil des gouverneurs, avant d'être publiés.

RÉSULTATS FINANCIERS EN 2010

En 2010, le revenu net de la BCE avant le transfert à la provision pour risques s'est établi à 1,334 milliard d'euros, contre 2,218 milliards d'euros en 2009. Le bénéfice net de 171 millions d'euros après ce transfert a été distribué aux BCN de la zone euro en mars 2011.

En 2010, le produit net d'intérêt s'est élevé à 1,422 milliard d'euros, contre 1,547 milliard en 2009. Cette baisse a principalement résulté (a) de la réalisation d'une charge d'intérêt nette découlant des soldes TARGET2 en 2010 ; (b) de la baisse du produit net d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises, due principalement au niveau plus bas en moyenne des taux d'intérêt appliqués aux actifs libellés en dollars en 2010 ; et (c) du recul du revenu monétaire issu de la part de la BCE dans les billets en euros en circulation, reflétant la baisse du taux d'intérêt moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Ces facteurs ont été partiellement compensés par (a) des revenus supplémentaires tirés des titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et du Programme d'achat d'obligations sécurisées ; (b) une baisse des charges d'intérêt résultant de la diminution des soldes avec la Banque nationale suisse ; et (c) une baisse de la charge d'intérêt sur les créances des BCN de la zone euro au titre de leurs avoirs de réserve transférés à la BCE.

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières sont revenues de 1,103 milliard d'euros en 2009 à 474 millions

d'euros en 2010, en raison essentiellement (a) de l'absence de ventes d'or réalisées par la BCE en 2010 ; et (b) de la baisse des plus-values nettes réalisées sur les ventes de titres en 2010.

Les moins-values latentes se sont établies à 195 millions d'euros en 2010, contre 38 millions d'euros en 2009, principalement en raison des moins-values latentes sur les portefeuilles de titres, qui figurent au bilan à leur valeur de marché à fin 2010.

Fin 2009, les plus-values latentes sur les avoirs de change, provenant principalement du portefeuille en dollars et du portefeuille en yens, s'élevaient à 2,070 milliards d'euros, tandis que les plus-values latentes sur or atteignaient 8,418 milliards. En 2010, la dépréciation de l'euro par rapport au yen et au dollar s'est traduite par une augmentation des plus-values latentes sur les avoirs de change, à 6,271 milliards d'euros, alors que la hausse du cours de l'or cette année-là a entraîné des plus-values latentes sur or à hauteur de 13,079 milliards. Conformément aux règles et méthodes comptables de l'Eurosystème, ces plus-values ont été enregistrées dans les comptes de réévaluation.

Les charges d'exploitation de la BCE, y compris les amortissements, sont passées de 401 millions d'euros en 2009 à 415 millions d'euros en 2010.

BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2010

ACTIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2010 EUROS	2009 EUROS
Avoirs et créances en or	1	17 015 600 109	12 355 158 122
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	2		
Créances sur le FMI	2.1	414 722 811	346 455 675
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	2.2	39 298 995 950	35 109 527 121
		39 713 718 761	35 455 982 796
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	2.2	4 326 557 549	3 293 593 476
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	3		
Comptes auprès des banques, titres et prêts	3.1	1 800 000 000	0
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	4	33 368 000	5 000
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	5		
Titres détenus à des fins de politique monétaire	5.1	17 925 976 508	2 181 842 083
Créances intra-Eurosysteme	6		
Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosysteme	6.1	67 176 191 390	64 513 307 300
Autres créances intra-Eurosysteme (nettes)	13.2	0	6 359 967 425
		67 176 191 390	70 873 274 725
Autres actifs	7		
Immobilisations corporelles et incorporelles	7.1	281 925 625	221 886 920
Autres actifs financiers	7.2	13 249 960 731	11 816 451 684
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan	7.3	147 260 366	20 951 426
Produits à recevoir et charges constatées d'avance	7.4	1 319 491 653	775 782 372
Divers	7.5	532 963 278	1 003 035 232
		15 531 601 653	13 838 107 634
Total de l'actif		163 523 013 970	137 997 963 836

PASSIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2010 EUROS	2009 EUROS
Billets en circulation	8	67 176 191 390	64 513 307 300
Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	9	33 363 000	0
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	10		
Autres engagements	10.1	1 072 000 000	1 056 000 000
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	11	1 201 602 021	9 515 160 271
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	12		
Dépôts, comptes et autres engagements	12.1	478 028 926	18 752 058
Engagements intra-Eurosystème	13		
Engagements au titre du transfert de réserves de change	13.1	40 204 457 215	40 204 457 215
Autres engagements intra-Eurosystème (nets)	13.2	21 225 255 926	0
		61 429 713 141	40 204 457 215
Autres engagements	14		
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan	14.1	568 235 002	196 041 410
Charges à payer et produits constatés d'avance	14.2	749 630 881	731 468 960
Divers	14.3	494 466 366	409 204 389
		1 812 332 249	1 336 714 759
Provisions	15	5 216 716 613	4 042 873 982
Comptes de réévaluation	16	19 626 699 159	10 915 251 958
Capital et réserves	17		
Capital	17.1	5 305 536 076	4 142 260 189
Bénéfice de l'exercice		170 831 395	2 253 186 104
Total du passif		163 523 013 970	137 997 963 836

COMPTE DE RÉSULTAT POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2010

	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2010 EUROS	2009 EUROS
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises	26.1	366 179 478	700 216 277
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	26.2	653 509 659	787 157 441
Autres produits d'intérêt	26.4	4 796 498 245	5 608 442 130
<i>Produits d'intérêt</i>		<i>5 816 187 382</i>	<i>7 095 815 848</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés	26.3	(346 484 251)	(443 045 045)
Autres charges d'intérêt	26.4	(4 047 227 079)	(5 105 724 953)
<i>Charges d'intérêt</i>		<i>(4 393 711 330)</i>	<i>(5 548 769 998)</i>
Produit net d'intérêt	26	1 422 476 052	1 547 045 850
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	27	474 313 327	1 102 597 118
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	28	(195 213 437)	(37 939 649)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or		(1 163 191 667)	34 806 031
Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques		(884 091 777)	1 099 463 500
Charge nette de commissions	29	(1 409 017)	(16 010)
Produits des actions et des titres de participation	30	2 612 858	934 492
Autres produits	31	46 537 026	6 783 936
Total des produits nets		586 125 142	2 654 211 768
Charges de personnel	32	(196 470 934)	(187 314 707)
Autres charges d'exploitation	33	(196 636 534)	(186 447 503)
Amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles		(13 601 111)	(21 042 602)
Service de production des billets	34	(8 585 168)	(6 220 852)
Bénéfice/(perte) de l'exercice		170 831 395	2 253 186 104

Francfort-sur-le-Main, le 22 février 2011

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Jean-Claude Trichet
Président

LES RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES¹

LA FORME ET LA PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

Les états financiers de la BCE ont été élaborés de manière à donner une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations. Ils ont été établis conformément aux règles et méthodes comptables², que le Conseil des gouverneurs de la BCE estime adaptées à la nature de l'activité d'une banque centrale et qui sont exposées ci-après.

LES RÈGLES COMPTABLES

Les règles comptables appliquées sont les suivantes : réalité économique et transparence, prudence, prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture du bilan, importance relative, principe de continuité de l'exploitation, principe de spécialisation des exercices, permanence des méthodes et comparabilité.

LA COMPTABILISATION DE L'ACTIF ET DU PASSIF

Un élément d'actif ou de passif n'est comptabilisé au bilan que lorsqu'il est probable que tout gain ou perte économique futur bénéficiera à ou sera supportée par la BCE, que l'essentiel des risques et avantages associés à l'actif ou au passif a été transféré à la BCE, et que le coût ou la valeur de l'actif ou le montant de la dette peut être mesuré de manière fiable.

LA BASE COMPTABLE

Les comptes ont été établis sur la base des coûts historiques, modifiés pour valoriser au prix de marché les titres négociables (autres que ceux classés comme détenus jusqu'à l'échéance), l'or ainsi que l'ensemble des autres 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.

À l'exception des titres, les opérations sur instruments financiers libellés en devises

sont enregistrées sur des comptes hors bilan à la date d'opération. À la date de règlement, les inscriptions hors bilan sont contre-passées et les opérations sont enregistrées dans les comptes de bilan. Les achats et ventes de devises influent sur la position nette en devises à la date d'opération et les plus-values et moins-values réalisées provenant des ventes sont également calculées à cette date. Les intérêts, primes et décotes courus relatifs aux instruments financiers libellés en devises sont calculés et comptabilisés quotidiennement. Ainsi, la position en devises est également modifiée quotidiennement lorsque ces intérêts courus sont comptabilisés.

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 à la date d'enregistrement. La réévaluation des éléments d'actif et de passif libellés en devises s'effectue devise par devise, pour les instruments inscrits au bilan comme pour le hors bilan.

La réévaluation au prix du marché des éléments d'actif et de passif libellés en devises est traitée indépendamment de la réévaluation du cours de change.

L'or est valorisé au cours prévalant sur le marché à la fin de l'exercice. Il n'est fait aucune différence entre l'effet prix et l'effet cours de change pour la réévaluation de l'or. L'or est valorisé uniquement sur la base de son prix en euros par once d'or fin, calculé, pour l'exercice s'achevant le 31 décembre 2010, à partir du cours de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 31 décembre 2010.

1 La décision BCE/2006/17 du 10 novembre 2006, JO L 348 du 11.12.2006, p. 38, modifiée, contenant les règles et méthodes comptables détaillées de la BCE, a été abrogée et remplacée par la décision BCE/2010/21 du 11 novembre 2010, JO L 35 du 09.02.2011, p. 1, à compter du 31 décembre 2010.

2 Ces règles et méthodes comptables sont conformes aux dispositions de l'article 26.4 des statuts du SEBC, qui imposent la normalisation des règles relatives aux procédures comptables et d'information financière régissant les opérations de l'Eurosystème.

Le droit de tirage spécial (DTS) est défini comme un panier de devises. Pour la réévaluation des avoirs en DTS de la BCE, la valeur du DTS a été calculée comme la somme pondérée des taux de change de quatre devises majeures (dollar des États-Unis, euro, yen et livre sterling) par rapport à l'euro au 31 décembre 2010.

LES TITRES

Les titres (autres que ceux classés comme détenus jusqu'à l'échéance) et autres actifs négociables sont valorisés soit au prix moyen du marché, soit à partir de la courbe des taux de rendement considérée, à la date de clôture de l'exercice, ligne de titre par ligne de titre. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2010, les prix moyens du marché au 30 décembre 2010 ont été utilisés.

Les titres négociables classés comme détenus jusqu'à l'échéance et les actions illiquides sont valorisés à leur prix d'acquisition et soumis à dépréciation.

LES MODALITÉS D'ENREGISTREMENT DES PRODUITS

Les produits et charges sont pris en compte pendant la période au cours de laquelle ils sont respectivement acquis ou dus. Les plus-values et moins-values réalisées sur la vente de devises, d'or et de titres sont portées au compte de résultat. Ces plus-values et moins-values réalisées sont calculées par rapport au coût moyen de l'actif concerné.

Les plus-values latentes ne sont pas enregistrées en produits, mais directement dans un compte de réévaluation.

Les moins-values latentes sont portées au compte de résultat pour la partie qui excède, à la fin de l'exercice, les gains de réévaluation précédemment enregistrés dans le compte de réévaluation correspondant. Les moins-values latentes sur un titre ou une devise spécifique ou sur l'or ne sont pas compensées par des

plus-values latentes portant respectivement sur d'autres titres, devises ou sur l'or. Dans le cas d'une moins-value latente sur un poste du bilan porté au compte de résultat, le coût moyen de ce poste est ramené au taux de change ou à la valeur de marché en fin d'année.

Les pertes pour dépréciation sont portées au compte de résultat et ne sont pas contre-passées les années suivantes, sauf en cas de diminution de la dépréciation pouvant être attribuée à un événement observable survenu après sa comptabilisation initiale.

Les primes ou décotes nées de l'acquisition de titres, y compris ceux classés comme détenus jusqu'à l'échéance, sont assimilées à des intérêts et étalées sur la durée de vie résiduelle de la ligne de titres concernée.

LES OPÉRATIONS DE CESSION TEMPORAIRE

Il s'agit d'opérations par lesquelles la BCE achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

Dans le cadre d'une mise en pension, des titres sont vendus contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les racheter à la contrepartie à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées au passif du bilan comme des dépôts garantis par des titres et donnent lieu à une charge d'intérêt dans le compte de résultat. Les titres vendus dans le cadre d'un accord de ce type restent inscrits au bilan de la BCE.

Dans le cadre d'une prise en pension, des titres sont acquis contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les revendre à la contrepartie à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées à l'actif du bilan comme des prêts garantis mais ne sont pas incluses dans le portefeuille de titres de la BCE. Elles donnent lieu à un produit d'intérêt dans le compte de résultat.

Les opérations de cession temporaire (y compris les opérations de prêt de titres) effectuées dans le cadre d'un programme automatisé de prêt de titres ne sont comptabilisées dans le bilan que dans le cas où la garantie est fournie sous la forme d'espèces placées sur un compte de la BCE. En 2010, la BCE n'a pas reçu de garanties sous cette forme pour de telles opérations.

LES INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Les instruments en devises, à savoir les opérations de change à terme, les composantes à terme des *swaps* de change et autres instruments en devises entraînant l'échange d'une devise contre une autre à une date future, sont inclus dans les positions nettes en devises pour le calcul des gains et des pertes de change.

La réévaluation des instruments de taux d'intérêt s'effectue ligne à ligne. Les appels de marge quotidiens sur les encours de contrats à terme de taux d'intérêt sont enregistrés dans le compte de résultat. La valorisation des opérations à terme sur titres et des *swaps* de taux d'intérêt est effectuée à l'aide de méthodes communément admises qui se fondent sur les prix de marché observables et les taux d'actualisation, de la date de règlement à la date de valorisation.

LES ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

La valeur des actifs et des passifs fait 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, dès lors que ces événements affectent de manière significative les éléments d'actif et de passif du bilan.

D'importants événements postérieurs à la date de clôture du bilan, n'affectant pas les éléments d'actif et de passif du bilan à cette date, sont détaillés dans l'annexe.

LES SOLDES INTRA-SEBC/LES SOLDES INTRA-EUROSYSTÈME

Les transactions intra-SEBC sont des opérations transfrontières réalisées entre deux banques centrales de l'UE. Les transactions intra-SEBC en euros sont principalement traitées *via* le système TARGET2 – Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel (cf. le chapitre 2 du *Rapport annuel*) – et font apparaître des soldes bilatéraux sur les comptes réciproques des banques centrales de l'UE connectées à TARGET2. Ces soldes bilatéraux sont quotidiennement affectés à la BCE, chaque BCN n'ayant ainsi qu'une position bilatérale nette unique vis-à-vis de la seule BCE. Cette position, inscrite sur les livres de la BCE, représente la créance nette ou l'engagement net de chaque BCN envers le reste du SEBC. Les soldes intra-Eurosystème des BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE constitués lors de l'utilisation de TARGET2 ainsi que les autres soldes intra-Eurosystème libellés en euros (comme les acomptes sur dividendes versés aux BCN) sont présentés dans le bilan de la BCE sous la forme d'une position nette unique à l'actif ou au passif et figurent dans la rubrique « Autres créances intra-Eurosystème (nettes) » ou « Autres engagements envers l'Eurosystème (nets) ». Les soldes intra-SEBC des BCN hors zone euro vis-à-vis de la BCE, qui découlent de leur participation à TARGET2³, figurent dans le poste « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ».

Les soldes intra-Eurosystème résultant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème figurent sous la forme d'un actif net unique dans le poste « Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

3 Au 31 décembre 2010, les BCN hors zone euro participant à TARGET2 étaient les suivantes : Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Danmarks Nationalbank, Eesti Pank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas et Narodowy Bank Polski.

Les soldes intra-Eurosystème résultant du transfert d'avoirs de réserve à la BCE par les BCN rejoignant l'Eurosystème sont libellés en euros et enregistrés sous la rubrique « Engagements au titre du transfert de réserves de change ».

LE TRAITEMENT DES IMMOBILISATIONS

Les immobilisations, à l'exception des terrains et des œuvres d'art, sont valorisées à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. Les terrains et les œuvres d'art sont enregistrés à leur coût d'acquisition. La méthode de calcul appliquée est celle de l'amortissement linéaire, partant du trimestre qui suit l'acquisition et s'étalant sur la durée d'utilisation estimée de l'actif, à savoir :

Ordinateurs, matériels et logiciels informatiques connexes, véhicules	4 ans
Matériel, mobilier et équipement	10 ans
Immobilisations dont le coût est inférieur à 10 000 euros	Passées en totalité en charge l'année de leur acquisition

La durée de la période d'amortissement des dépenses immobilisées liées aux locaux loués actuellement par la BCE et à leur maintenance a été corrigée afin de garantir que ces actifs soient totalement amortis avant que la BCE ne s'installe dans ses nouveaux locaux.

Les coûts engendrés par le nouveau siège de la BCE sont enregistrés sous la rubrique « Immobilisations en cours » s'ils sont conformes aux critères d'immobilisation. Ces coûts seront répartis entre les différents comptes d'immobilisations corporelles une fois que les actifs pourront être utilisés. Concernant l'amortissement des nouveaux bâtiments de la BCE, les coûts seront affectés aux composantes appropriées et amortis conformément à l'estimation de la durée de vie des actifs.

LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

La BCE met en œuvre un plan à prestations définies pour ses employés. Celui-ci est financé par des actifs détenus dans un fonds de retraite à long terme.

Le 1^{er} juin 2009, un nouveau régime de retraite destiné au personnel en poste et aux futurs employés a été introduit afin de garantir la viabilité financière à long terme du plan. Ce nouveau régime prévoit une hausse des cotisations obligatoires en pourcentage du salaire de base de 16,5 % à 18 % pour la BCE et de 4,5 % à 6 % pour chaque membre du personnel. Les membres du personnel peuvent continuer d'effectuer, comme précédemment, des versements supplémentaires au titre du nouveau régime, sur une base volontaire, dans un fonds à cotisations définies donnant droit à des prestations complémentaires⁴. Le régime de retraite en vigueur jusque-là a été « gelé » au 31 mai 2009 et les droits acquis par les membres du personnel au titre de ce régime ont été préservés.

LE BILAN

L'élément figurant au passif du bilan au titre du régime à prestations définies est la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies à la date de clôture du bilan, *diminuée* de la juste valeur des actifs du fonds de pension servant à financer ces engagements, corrigée des écarts actuariels non comptabilisés.

L'obligation au titre des prestations définies est calculée tous les ans par des actuaires indépendants à l'aide de la méthode des unités de crédit projetées. La valeur actuelle de cette obligation est calculée par actualisation des flux de trésorerie futurs estimés, à l'aide d'un taux déterminé par référence aux rendements de marché, à la date de clôture du bilan, d'obligations libellées en euros d'entreprises de première catégorie, assorties d'une échéance proche de celle des obligations au titre des retraites.

Des écarts actuariels peuvent apparaître en raison d'un ajustement en fonction de l'expérience

⁴ Les fonds accumulés par un membre du personnel à travers des versements volontaires peuvent être utilisés au moment de la retraite pour acheter des droits à pension supplémentaires. Ceux-ci sont inclus dans l'obligation au titre des prestations définies à compter de cette date.

(lorsque les chiffres effectifs diffèrent des hypothèses actuarielles précédemment formulées) ainsi que d'une modification des hypothèses actuarielles.

LE COMPTE DE RÉSULTAT

Le montant net imputé au compte de résultat recouvre :

- (a) le coût des services rendus au cours de l'exercice au titre des prestations définies ;
- (b) le coût financier de l'obligation au titre des prestations définies ;
- (c) le rendement attendu des actifs du fonds détenus en vue de financer l'obligation au titre des prestations définies ;
- (d) les écarts actuariels découlant des avantages postérieurs à l'emploi, en appliquant un « corridor de 10 % » ; et
- (e) les écarts actuariels découlant d'autres avantages à long terme, dans leur intégralité.

L'APPROCHE DU « CORRIDOR DE 10 % »

Les écarts actuariels cumulés, découlant des avantages postérieurs à l'emploi, non comptabilisés qui excèdent la plus grande de ces deux valeurs, soit (a) 10 % de la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies ou (b) 10 % de la juste valeur des actifs du fonds détenus en vue de financer l'obligation au titre des prestations définies, sont amortis sur la durée de vie active moyenne résiduelle attendue des membres du personnel bénéficiant de ce régime.

LES PENSIONS DE RETRAITE DES MEMBRES DU DIRECTOIRE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

Les dispositions relatives aux prestations postérieures à l'emploi et autres prestations à long terme en faveur des membres du Directoire de la BCE et au risque d'invalidité du personnel

ne sont pas financées par un mécanisme spécifique. Le coût attendu de ces avantages est comptabilisé sur la durée du mandat/de service des membres du Directoire/du personnel, à l'aide d'une approche comptable analogue à celle des régimes de retraite à prestations définies. Les écarts actuariels sont enregistrés de la manière décrite plus haut sous « Le compte de résultat ».

Ces obligations sont réévaluées tous les ans par des actuaires indépendants afin de déterminer le passif approprié dans les états financiers.

LES BILLETS EN CIRCULATION

La BCE et les BCN de la zone euro, qui constituent ensemble l'Eurosystème, émettent les billets de banque en euros⁵. La valeur totale des billets en euros en circulation est répartie entre les banques centrales de l'Eurosystème le dernier jour ouvré de chaque mois, conformément à la clé de répartition des billets⁶.

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 rémunérées⁷, figurent dans la sous-rubrique « Créances intra-Eurosystème : créances relatives à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème » (cf. « Les soldes intra-SEBC/les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Les produits d'intérêt de ces créances sont inclus dans le poste « Produit net d'intérêt ».

5 Décision BCE/2010/29 du 13 décembre 2010 relative à l'émission des billets en euros (refonte), JO L 35 du 09.02.2011, p. 26

6 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.

7 Décision BCE/2010/23 du 25 novembre 2010 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres dont la monnaie est l'euro (refonte), JO L 35 du 09.02.2011, p. 17

ACOMPTES SUR DIVIDENDES

Le revenu de la BCE issu des billets en euros en circulation et celui provenant des titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres sont dus intégralement aux BCN de la zone euro au cours de l'exercice même où ils sont dégagés. La BCE distribue ces revenus en janvier de l'année suivante sous la forme d'un acompte sur dividendes⁸. Ils sont intégralement répartis, sauf si le bénéfice net de la BCE pour l'exercice est inférieur au revenu issu des billets en euros en circulation et des titres acquis dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, en tenant compte également de toute décision du Conseil des gouverneurs d'en transférer une partie vers la provision pour risque de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or. Le Conseil des gouverneurs peut également décider d'imputer les charges supportées par la BCE à l'occasion de l'émission et du traitement des billets en euros sur le revenu issu des billets en euros en circulation.

QUESTIONS DIVERSES

Compte tenu du fait que la BCE est une banque centrale, le Directoire estime que la publication d'un tableau de flux de trésorerie ne fournirait pas d'éléments d'information supplémentaires pertinents aux lecteurs des états financiers.

Conformément à l'article 27 des statuts du SEBC et sur recommandation du Conseil des gouverneurs, le Conseil de l'UE a approuvé la nomination du cabinet *PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft* en tant que commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour une période de cinq ans s'achevant à la fin de l'exercice 2012.

⁸ Décision BCE/2010/24 du 25 novembre 2010 concernant la distribution provisoire du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation et provenant des titres achetés dans le cadre du programme pour les marchés de titres (refonte), JO L 6 du 11.01.2011, p. 35.

ANNEXE AU BILAN

I AVOIRS ET CRÉANCES EN OR

Au 31 décembre 2010, la BCE détenait 16 122 143 onces⁹ d'or fin (16 122 146 onces en 2009). Cette légère diminution s'explique par des différences de poids résultant de la mise en œuvre d'un programme de substitution que la BCE a lancé en 2010. La contre-valeur en euros de ces avoirs a augmenté en raison de la hausse significative du cours de l'or en 2010 (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

2 CRÉANCES EN DEVICES SUR DES RÉSIDENTS ET DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

2.1 CRÉANCES SUR LE FMI

Cette rubrique représente les avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) de la BCE au 31 décembre 2010. 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 donnée. À des fins comptables, les DTS sont traités comme des devises (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

2.2 COMPTES AUPRÈS DES BANQUES, TITRES, PRÊTS ET AUTRES ACTIFS EN DEVICES ; ET CRÉANCES EN DEVICES SUR DES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Ces deux rubriques sont constituées de comptes ouverts auprès des banques, de prêts libellés en devises et de placements sous la forme de titres, libellés en dollars et en yens.

<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Comptes courants	1 415 134 235	845 908 975	569 225 260

<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Dépôts sur le marché monétaire	881 467 443	636 977 905	244 489 538
Prises en pension	54 632 540	0	54 632 540
Titres	36 947 761 732	33 626 640 241	3 321 121 491
Total	39 298 995 950	35 109 527 121	4 189 468 829

<i>Créances sur des résidents de la zone euro</i>	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Comptes courants	3 522 840	677 846	2 844 994
Dépôts sur le marché monétaire	4 254 182 741	3 292 915 630	961 267 111
Prises en pension	68 851 968	0	68 851 968
Total	4 326 557 549	3 293 593 476	1 032 964 073

La progression de la valeur en euros de ces positions observée en 2010 s'explique principalement par l'appréciation du dollar et du yen par rapport à l'euro. Les revenus tirés principalement du portefeuille en dollars ont également contribué en 2010 à l'augmentation de la valeur totale de ces positions.

Au 31 décembre 2010, les avoirs nets en devises de la BCE libellés en dollars et en yens¹⁰ étaient les suivants :

	Devises en millions
Dollars	43 952
Yens	1 101 816

⁹ Correspondant à 501,5 tonnes.

¹⁰ Avoirs diminués des engagements libellés dans la devise correspondante qui font l'objet d'une réévaluation du cours de change. Ils sont compris dans les rubriques « Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro », « Créances en devises sur des résidents de la zone euro », « Produits à recevoir et charges constatées d'avance », « Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro », « Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan » (au passif) et « Charges à payer et produits constatés d'avance », et prennent également en compte les opérations de change à terme et de *swap* de change figurant dans les rubriques de hors bilan. Les plus-values sur les instruments financiers libellés en devises provenant des réévaluations ne sont pas prises en compte.

3 CRÉANCES EN EUROS SUR DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

3.1 COMPTES AUPRÈS DES BANQUES, TITRES ET PRÊTS

Au 31 décembre 2010, cette rubrique comprenait une créance sur une banque centrale hors zone euro résultant d'un accord de pension conclu avec la BCE. Dans le cadre de cet accord, la banque centrale concernée peut emprunter des montants en euros contre des garanties éligibles en soutien de ses opérations intérieures d'apport de liquidité.

4 AUTRES CRÉANCES EN EUROS SUR DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2010, cette rubrique englobait principalement une prise en pension effectuée dans le cadre d'opérations de prêt d'obligations sécurisées (cf. la note 9 « Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro »).

5 TITRES EN EUROS ÉMIS PAR DES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

5.1 TITRES DÉTENUS À DES FINS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Au 31 décembre 2009, cette rubrique comprenait les titres acquis par la BCE dans le cadre du programme d'achat d'obligations sécurisées. En vertu de ce programme, la BCE et les BCN ont acheté des obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro. Ces achats avaient été menés à leur terme fin juin 2010.

En mai 2010, le Conseil des gouverneurs a instauré le programme pour les marchés

de titres. Dans le cadre de ce programme, la BCE et les BCN peuvent acheter des titres de créance publics et privés émis dans la zone euro afin de remédier au dysfonctionnement apparu sur certains segments des marchés de titres de la zone euro et de rétablir un fonctionnement approprié du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

À fin 2010, les avoirs de la BCE constitués de titres achetés dans le cadre des deux programmes étaient les suivants :

	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Programme d'achat d'obligations sécurisées	4 823 413 246	2 181 842 083	2 641 571 163
Programme pour les marchés de titres	13 102 563 262	0	13 102 563 262
Total	17 925 976 508	2 181 842 083	15 744 134 425

Le Conseil des gouverneurs a décidé de classer les titres achetés dans le cadre des deux programmes dans la catégorie des titres détenus jusqu'à l'échéance (cf. « Les titres » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). À la suite des tests de dépréciation effectués au 31 décembre 2010, aucune dépréciation n'a été comptabilisée pour ces titres.

6 CRÉANCES INTRA-EUROSYSTÈME

6.1 CRÉANCES RELATIVES À LA RÉPARTITION DES BILLETS EN EUROS AU SEIN DE L'EUROSYSTÈME

Cette rubrique recouvre les créances de la BCE vis-à-vis des BCN de la zone euro relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

7 AUTRES ACTIFS

7.1 IMMOBILISATIONS CORPORELLES ET INCORPORELLES

Au 31 décembre 2010, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Coût			
Terrains et immeubles	168 714 234	168 811 800	(97 566)
Matériels informatiques et logiciels	188 781 597	182 723 860	6 057 737
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	30 325 142	29 786 515	538 627
Immobilisations en cours	174 386 237	107 411 277	66 974 960
Autres immobilisations	1 525 084	1 415 991	109 093
Coût total	563 732 294	490 149 443	73 582 851
Amortissement cumulé			
Terrains et immeubles	(74 965 599)	(70 731 976)	(4 233 623)
Matériels informatiques et logiciels	(177 760 956)	(169 735 407)	(8 025 549)
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	(28 878 352)	(27 593 378)	(1 284 974)
Autres immobilisations	(201 762)	(201 762)	0
Total amortissement cumulé	(281 806 669)	(268 262 523)	(13 544 146)
Valeur comptable nette	281 925 625	221 886 920	60 038 705

L'augmentation enregistrée dans la rubrique « Immobilisations en cours » résulte principalement des travaux liés à la construction des nouveaux locaux de la BCE.

En 2009, des actifs représentant un coût de 2,3 millions d'euros ont été inclus dans la rubrique « Autres immobilisations ». En 2010, ils ont été transférés à la rubrique « Immobilisations en cours » afin de refléter la situation actuelle. Le solde comparé pour 2009 a été ajusté en conséquence.

7.2 AUTRES ACTIFS FINANCIERS

Cette rubrique comprend le placement des fonds propres de la BCE¹¹ détenus au titre de la contrepartie directe du poste capital et réserves de la BCE ainsi que d'autres actifs financiers qui englobent les 3 211 actions de la Banque des règlements internationaux (BRI) comptabilisées au coût d'acquisition de 41,8 millions d'euros.

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes :

	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Comptes courants en euros	4 377 086	8 748 115	(4 371 029)
Titres libellés en euros	11 534 194 166	11 295 095 956	239 098 210
Accords de prise en pension en euros	1 669 436 200	470 622 051	1 198 814 149
Autres actifs financiers	41 953 279	41 985 562	(32 283)
Total	13 249 960 731	11 816 451 684	1 433 509 047

L'accroissement net de cette rubrique s'explique principalement par le placement dans le portefeuille de fonds propres des montants transférés par les BCN à la suite de l'augmentation du capital de la BCE (cf. la note 17 « Capital et réserves ») et des revenus perçus en 2010.

7.3 ÉCARTS DE RÉÉVALUATION SUR INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Cette rubrique recouvre principalement les effets de valorisation des opérations de *swap* de change et de change à terme comptabilisés au 31 décembre 2010 (cf. la note 23 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces effets de valorisation résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros aux cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros

¹¹ Les accords de pension conclus dans le cadre de la gestion du portefeuille de fonds propres sont enregistrés, au passif, sous la rubrique « Divers » (cf. la note 14.3 « Divers »).

résultant de la conversion des opérations au coût moyen de la devise correspondante à cette date (cf. « Les instruments de hors bilan » et « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les plus-values enregistrées sur l'encours des opérations de *swap* de taux d'intérêt figurent également dans cette rubrique (cf. la note 21 « *Swaps* de taux d'intérêt »).

7.4 PRODUITS À RECEVOIR ET CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE

En 2010, cette rubrique comprenait les intérêts courus dont les BCN de la zone euro sont redevables sur les soldes TARGET2 pour le dernier mois de 2010, d'un montant total de 364,7 millions d'euros (contre 261,6 millions d'euros en 2009) et les intérêts courus sur les créances de la BCE au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème pour le dernier trimestre de l'année (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables), pour un montant de 166,7 millions d'euros (après 157,8 millions d'euros en 2009).

Les intérêts courus sur les coupons des titres (cf. la note 2.2 « Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises ; et créances en devises sur des résidents de la zone euro », la note 5 « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro » et la note 7.2 « Autres actifs financiers ») ainsi que les intérêts courus sur les autres actifs financiers figurent également dans cette rubrique.

7.5 DIVERS

Cette rubrique comprend principalement les soldes positifs liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme en devises comptabilisés au 31 décembre 2010 (cf. la note 23 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces soldes résultent de la conversion de ces opérations en leur

contre-valeur en euros au coût moyen de la devise correspondante à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros auxquelles les opérations ont été initialement enregistrées (cf. « Les instruments de hors bilan » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Cette rubrique inclut également une créance sur le ministère allemand des Finances au titre de la TVA récupérable et d'autres impôts indirects. Ces taxes et impôts sont remboursables aux termes de l'article 3 du Protocole sur les privilèges et immunités de l'Union européenne, qui s'applique à la BCE en vertu de l'article 39 des statuts du SEBC.

8 BILLETS EN CIRCULATION

Cette rubrique recouvre la part de la BCE (8 %) dans le total des billets en euros en circulation (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

9 AUTRES ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA ZONE EURO

En 2010, le Conseil des gouverneurs a décidé que les banques centrales de la zone euro mettraient à disposition, à des fins de prêts, les obligations acquises dans le cadre du programme d'achats d'obligations sécurisées. La BCE a exécuté ces opérations de prêt par le biais d'opérations de pension parallèles, les montants reçus à ce titre ayant été réinvestis simultanément et en intégralité auprès de la même contrepartie dans le cadre d'une prise en pension (cf. la note 4 « Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro »). Une mise en pension effectuée dans le cadre des opérations de prêt portant sur les obligations sécurisées, d'un montant de 33,4 millions d'euros, était comptabilisée au 31 décembre 2010.

10 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS D'AUTRES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

10.1 AUTRES ENGAGEMENTS

Cette rubrique comprend les dépôts effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) en vue de constituer des garanties auprès de la BCE pour les règlements effectués par les membres de l'ABE par l'intermédiaire du système TARGET2.

11 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2010, ces engagements représentaient principalement les soldes des comptes ouverts auprès de la BCE par les BCN de pays ne participant pas à la zone euro provenant d'opérations effectuées par l'intermédiaire du système TARGET2 (cf. « Les soldes intra-SEBC/les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Au 31 décembre 2009, cette rubrique était essentiellement constituée d'une dette d'un montant de 4,5 milliards d'euros contractée dans le cadre du dispositif temporaire d'échange réciproque de devises mis en place avec le Système fédéral de réserve. En vertu de ce dispositif, le Système fédéral de réserve a fourni des dollars à la BCE en vertu d'un accord de *swap* temporaire, permettant d'offrir des financements à court terme libellés en dollars aux contreparties de l'Eurosystème. La BCE a engagé parallèlement des opérations de *swap* adossées avec les BCN de la zone euro, lesquelles ont utilisé les fonds correspondants pour mener des opérations d'apport de liquidité en dollars avec les contreparties de l'Eurosystème sous la forme d'opérations de cession temporaire et de *swaps*. Ces opérations de *swap* adossées ont donné lieu à des soldes intra-Eurosystème entre la BCE et les BCN. Compte tenu des améliorations constatées dans le fonctionnement des marchés financiers, la BCE a confirmé, début 2010, l'expiration du dispositif temporaire d'échange

réciproque de devises avec le Système fédéral de réserve, le 1^{er} février 2010. Toutefois, face à la réapparition des tensions sur les marchés de financement à court terme en dollars en Europe, la BCE et d'autres banques centrales ont décidé le rétablissement du dispositif temporaire de *swaps* en dollars avec le Système fédéral de réserve, le 10 mai 2010. À la suite de la réactivation des opérations d'apport de liquidité en dollars, une dette envers le Système fédéral de réserve, s'élevant à 57 millions d'euros, était comptabilisée au 31 décembre 2010.

Au 31 décembre 2009, cette rubrique comprenait également une dette envers la Banque nationale suisse d'un montant de 1,8 milliard d'euros. La Banque nationale suisse a fourni des francs suisses dans le cadre d'un accord de *swap* visant à offrir des financements à court terme libellés en francs suisses aux contreparties de l'Eurosystème. La BCE a engagé parallèlement des opérations de *swap* avec les BCN de la zone euro, lesquelles ont utilisé les fonds correspondants pour mener des opérations d'apport de liquidité en francs suisses avec les contreparties de l'Eurosystème contre des encaisses en euros sous la forme de *swaps*. Ces opérations de *swap* entre la BCE et les BCN ont donné lieu à des soldes intra-Eurosystème. Dans le contexte d'une diminution de la demande de liquidités et de l'amélioration de la situation sur les marchés de financement, la BCE a décidé, en accord avec la Banque nationale suisse, de suspendre après le 31 janvier 2010 les opérations d'apport de liquidité en francs suisses. En conséquence, aucune dette correspondante n'était comptabilisée au 31 décembre 2010.

12 ENGAGEMENTS EN DEVISES ENVERS DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

12.1 DÉPÔTS, COMPTES ET AUTRES ENGAGEMENTS

Cette rubrique se compose des engagements résultant d'accords de mise en pension conclus avec des non-résidents de la zone euro en liaison avec la gestion des réserves en devises de la BCE.

13 ENGAGEMENTS INTRA-EUROSYSTÈME

13.1 ENGAGEMENTS AU TITRE DU TRANSFERT DE RÉSERVES DE CHANGE

Cette rubrique représente les engagements vis-à-vis des BCN de la zone euro provenant du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE lorsqu'elles ont rejoint l'Eurosysteme. Aucune variation n'a été enregistrée en 2010.

Ces engagements sont rémunérés au dernier taux marginal disponible servi lors des opérations principales de refinancement de l'Eurosysteme, après ajustement pour tenir compte de la non rémunération de la composante en or (cf. la note 26.3 « Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés »).

	Depuis le 1 ^{er} janvier 2009 euros
Banque Nationale de Belgique	1 397 303 847
Deutsche Bundesbank	10 909 120 274
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	639 835 662
Banque de Grèce	1 131 910 591
Banco de España	4 783 645 755
Banque de France	8 192 338 995
Banca d'Italia	7 198 856 881
Banque centrale de Chypre	78 863 331
Banque centrale du Luxembourg	100 638 597
Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta	36 407 323
De Nederlandsche Bank	2 297 463 391
Oesterreichische Nationalbank	1 118 545 877
Banco de Portugal	1 008 344 597
Banka Slovenije	189 410 251
Národná banka Slovenska	399 443 638
Suomen Pankki – Finlands Bank	722 328 205
Total	40 204 457 215

13.2 AUTRES CRÉANCES/ENGAGEMENTS INTRA-EUROSYSTÈME (MONTANT NET)

En 2010, cette rubrique comprend essentiellement les soldes constitués lors de l'utilisation du système TARGET2 par les BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE (cf. « Les soldes intra-SEBC/ les soldes intra-Eurosysteme » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). La BCE possédait une créance nette vis-à-vis

des BCN de la zone euro à fin 2009, mais son bilan présentait un engagement net à fin 2010. Cet engagement résulte principalement des achats de titres effectués en 2010 dans le cadre du programme d'achat d'obligations sécurisées et du programme pour les marchés de titres (cf. la note 5 « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro »), qui ont été réglés *via* les comptes TARGET2.

La réduction de l'encours lié aux opérations de *swap* adossées (*back-to-back swaps*) conduites avec les BCN dans le cadre des opérations d'apport de liquidité en dollars ainsi que l'interruption des opérations d'apport de liquidité en francs suisses (cf. la note 11 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ») ont également contribué à la diminution de la créance nette et à la constitution de l'engagement net en 2010.

En 2009, cette rubrique inclut également le montant dû aux BCN de la zone euro relatif aux acomptes sur dividendes versés par la BCE au titre du revenu monétaire. En ce qui concerne 2010, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre en réserve la totalité du montant de ce revenu ainsi que le revenu issu des titres acquis dans le cadre du programme pour les marchés de titres. Par conséquent, aucun montant correspondant n'était dû à fin 2010 (cf. « Les acomptes sur dividendes » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

	2010 euros	2009 euros
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de TARGET2	(435 850 611 581)	(317 085 135 903)
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de TARGET2	457 075 867 507	309 938 011 037
Montants dus aux BCN de la zone euro relatifs aux acomptes sur dividendes versés par la BCE au titre du revenu monétaire	0	787 157 441
Autres (créances)/engagements intra-Eurosysteme (montant net)	21 225 255 926	(6 359 967 425)

14 AUTRES ENGAGEMENTS

14.1 ÉCARTS DE RÉÉVALUATION SUR INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Cette rubrique recouvre principalement les effets de valorisation des opérations de *swap* de change et de change à terme comptabilisés au 31 décembre 2010 (cf. la note 23 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces effets de valorisation résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros aux cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros résultant de la conversion des opérations au coût moyen de la devise correspondante à cette date (cf. « Les instruments de hors bilan » et « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les moins-values enregistrées sur les *swaps* de taux d'intérêt figurent également dans cette rubrique (cf. la note 21 « *Swaps* de taux d'intérêt »).

14.2 CHARGES À PAYER ET PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE

Au 31 décembre 2010, les deux postes principaux figurant dans cette rubrique comprenaient les intérêts courus dont la BCE est redevable sur les soldes des BCN au titre de TARGET2, s'établissant à 381,8 millions d'euros (après 259,7 millions en 2009), les intérêts dus aux BCN au titre de leurs créances relatives aux réserves de change transférées (cf. la note 13 « Engagements intra-Eurosystème »), s'élevant à 346,5 millions d'euros (contre 443,0 millions d'euros en 2009). Cette rubrique englobe également les intérêts courus sur les instruments financiers et les autres charges constatées d'avance.

Une contribution de la Ville de Francfort-sur-le-Main, à hauteur de 15,3 millions d'euros, versée à la BCE au titre de la préservation de la *Grossmarkthalle*, bâtiment classé, dans le cadre de la construction des nouveaux locaux

de la BCE figure également sous cette rubrique. Ce montant fera l'objet d'une compensation avec les coûts de construction dès que le bâtiment sera utilisé (cf. la note 7.1 « Immobilisations corporelles et incorporelles »).

14.3 DIVERS

Cette rubrique comprend les soldes négatifs liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme en devises comptabilisés au 31 décembre 2010 (cf. la note 23 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces soldes résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros au coût moyen de la devise correspondante à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros auxquelles les opérations ont été initialement enregistrées (cf. « Les instruments de hors bilan » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Cette rubrique recouvre également les engagements au titre des opérations de pension en cours, pour un montant de 235,4 millions d'euros (contre 146,6 millions d'euros en 2009), menées en liaison avec la gestion des fonds propres de la BCE (cf. la note 7.2 « Autres actifs financiers »), et les engagements nets au titre des obligations de la BCE en matière de retraites tels que décrits ci-après.

LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

Les montants comptabilisés au bilan s'agissant des obligations de la BCE au titre des retraites (cf. « Le plan de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables) sont les suivants :

	2010 millions d'euros	2009 millions d'euros
Valeur actuelle des obligations	555,5	443,9
Juste valeur des actifs du fonds	(391,6)	(333,2)
Écarts actuariels non comptabilisés	(71,1)	(24,0)
Passif comptabilisé au bilan	92,8	86,7

La valeur actuelle des obligations au titre des retraites inclut, pour un montant de 52,2 millions d'euros (44,9 millions d'euros en 2009), les obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi et des autres prestations à long terme des membres du Directoire ainsi que des provisions pour invalidité du personnel.

Les montants enregistrés en 2010 dans le compte de résultat au titre des rubriques « Coût des services rendus au cours de l'exercice », « Coût financier », « Rendement attendu des actifs du fonds » et « Écarts actuariels enregistrés dans l'année » sont les suivants :

	2010 millions d'euros	2009 millions d'euros
Coût des services rendus	26,6	24,7
Coût financier	21,9	14,2
Rendement attendu des actifs du fonds	(18,4)	(9,9)
Écarts actuariels enregistrés dans l'année	(1,3)	(0,3)
Total inclus dans le poste « Charges de personnel »	28,8	28,7

Dans le cadre de l'approche du « corridor de 10 % » (cf. « Le Plan de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables), les écarts actuariels cumulés non comptabilisés au titre des avantages postérieurs à l'emploi qui excèdent la plus grande de ces deux valeurs, soit (a) 10 % de la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies ou (b) 10 % de la juste valeur des actifs du fonds, sont amortis sur la durée de vie active moyenne résiduelle attendue des membres du personnel bénéficiant de ce régime.

Jusqu'en 2009, les écarts actuariels au titre des autres prestations à long terme (c'est-à-dire les pensions d'invalidité et les indemnités de décès) ont été enregistrés dans le compte de résultat conformément à l'approche du « corridor de 10 % ». En 2010, à la suite d'un changement de méthodologie, ces montants ont été comptabilisés pour totalité dans le compte de résultat. En 2009, les encours étaient peu importants et aucun ajustement n'a été jugé nécessaire.

La valeur actuelle de l'obligation au titre des retraites a enregistré les variations suivantes :

	2010 millions d'euros	2009 millions d'euros
Obligation en début d'exercice	443,9	317,0
Coût des services	26,6	24,7
Charges d'intérêt	21,9	14,2
Cotisations versées par les participants au fonds ¹⁾	17,5	22,1
Autres variations nettes des engagements représentatifs des cotisations des participants au fonds	4,5	(26,9)
Prestations servies	(5,2)	(4,2)
Écarts actuariels	46,3	97,0
Obligation à la clôture de l'exercice	555,5	443,9

1) Ce montant inclut les transferts vers et provenant d'autres régimes de retraite.

Les variations de la juste valeur des actifs du régime, y compris celles provenant des cotisations volontaires versées par les participants au fonds, sont les suivantes :

	2010 millions d'euros	2009 millions d'euros
Juste valeur des actifs du fonds en début d'exercice	333,2	226,7
Rendement attendu	18,4	9,9
Écarts actuariels	0,6	65,7
Cotisations versées par l'employeur	22,4	39,7
Cotisations versées par les participants au fonds	17,3	21,9
Prestations servies	(4,8)	(3,8)
Autres variations nettes des actifs représentatifs des cotisations des participants au fonds	4,5	(26,9)
Juste valeur des actifs du fonds à la clôture de l'exercice	391,6	333,2

Les pertes actuarielles enregistrées en 2009 au titre des prestations définies se sont élevées à 97 millions d'euros. Ce montant inclut les effets (a) de la baisse du taux d'actualisation, qui est revenu de 5,75 % à 5,50 %, entraînant une augmentation de la valeur des engagements ; (b) d'une progression plus forte que prévu de la valeur des prestations garanties ; et (c) de l'incorporation explicite de l'obligation au titre des prestations servies aux ayants droits.

Avant 2009, les engagements (nets) représentant les prestations en faveur des ayants droits étaient considérés comme négligeables et n'étaient donc pas pris en compte de manière explicite. Toutefois, ces engagements s'étant accrus, il a été décidé de les inclure formellement dans le calcul de l'obligation au titre des prestations définies. De même, l'intégration explicite des actifs correspondants dans la valorisation actuarielle s'est traduite par des plus-values actuarielles sur les actifs du fonds s'élevant à 42,1 millions d'euros, sur un montant total de plus-values actuarielles atteignant 65,7 millions d'euros pour 2009.

Les pertes actuarielles, à hauteur de 46,3 millions d'euros, enregistrées en 2010 au titre des prestations définies sont attribuables essentiellement à la diminution du taux d'actualisation, revenant de 5,50 % à 5,00 %, et à une augmentation de la valeur des prestations garanties. Ces facteurs n'ont été que partiellement compensés par la réduction de la hausse future attendue des retraites, retombant de 2,00 % à 1,65 %.

À la suite de l'application de la garantie annuelle en capital le 31 décembre 2008, et compte tenu de la moins-value du compte principal de prestations des participants au fonds, le Conseil des gouverneurs, se fondant sur les conseils actuariels et agissant conformément aux règles régissant le Plan de retraite de la BCE, a décidé en 2009 d'apporter une contribution supplémentaire à hauteur d'environ 19,9 millions d'euros provenant des actifs généraux de la BCE. Cette contribution a engendré une augmentation des cotisations versées par la BCE en 2009 par rapport au chiffre correspondant pour 2010.

En 2009, les montants versés provenant des fonds constitués par les cotisations volontaires des participants ainsi que les transferts vers et en provenance du fonds figuraient dans la rubrique « Autres variations nettes des actifs représentatifs des cotisations des participants au fonds ». En 2010, ces postes ont été inclus, pour des raisons de présentation, respectivement dans les rubriques « Prestations

servies » et « Cotisations versées par les participants au fonds », et les chiffres de 2009 utilisés à des fins de comparaison ont été révisés en conséquence.

Pour effectuer les valorisations dont il est fait état dans cette note, les actuaires ont utilisé des hypothèses approuvées par le Directoire aux fins de comptabilisation et d'information financière. Les principales hypothèses retenues pour le calcul des engagements de retraite du personnel sont présentées ci-après :

	2010 %	2009 %
Taux d'actualisation	5,00	5,50
Taux de rendement attendu des actifs du fonds	6,00	6,50
Hausses générales futures des salaires ¹⁾	2,00	2,00
Augmentations futures des retraites	1,65	2,00

1) En outre, une provision est constituée pour les hausses futures de salaires, atteignant jusqu'à 1,8 % par an, en fonction de l'âge des participants au plan de retraite.

15 PROVISIONS

Cette rubrique comprend une provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation de cours de l'or ainsi que diverses autres provisions. Elle inclut également 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 nouveau site.

Compte tenu des expositions importantes de la BCE aux risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, ainsi que du niveau atteint par ses comptes de réévaluation, le Conseil des gouverneurs a jugé opportun de mettre en place une provision spéciale contre ces risques à compter du 31 décembre 2005. En 2009, à la suite de l'instauration du programme d'achat d'obligations sécurisées (cf. la note 5 « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro »), le Conseil des gouverneurs a décidé d'élargir le champ d'application de la provision pour risques, afin de couvrir également le risque de crédit.

Cette provision sera utilisée, dans la mesure jugée nécessaire par le Conseil des gouverneurs, pour financer des pertes futures réalisées et latentes, en particulier les moins-values latentes non couvertes par les comptes de réévaluation. 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 aux risques évoqués plus haut. Cette évaluation tient compte d'un ensemble de facteurs, parmi lesquels le niveau des portefeuilles d'actifs risqués, l'ampleur de l'exposition aux risques matérialisés sur l'exercice financier en cours, les résultats attendus pour l'exercice à venir et une évaluation des risques à partir de calculs de *Value at Risk (VAR)* sur les actifs à risque, effectuée à intervalles réguliers¹². Le cumul de la provision et des montants détenus dans le fonds de réserve générale ne peut dépasser la valeur des parts dans le capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro.

Au 31 décembre 2009, la provision pour les risques susmentionnés s'élevait à 4 020 445 722 euros. Tenant compte des résultats de son évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de transférer, au 31 décembre 2010, un montant de 1 163 191 667 euros à la provision provenant des revenus issus des titres acquis dans le cadre du programme pour les marchés de titres (cf. la note 26.4 « Autres produits d'intérêt et autres charges d'intérêt »), des revenus sur les billets en euros en circulation (cf. la note 26.2 « Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème ») et des autres revenus nets perçus en 2010. Ce transfert s'est traduit par une réduction du bénéfice net de la BCE pour 2010, à 170 831 395 euros, et une progression du montant de la provision, à 5 183 637 388 euros, qui, à la suite de l'augmentation du capital de la BCE (cf. la note 17 « Capital et réserves »), correspond à la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro au 31 décembre 2010¹³.

16 COMPTES DE RÉÉVALUATION

Ces comptes représentent les soldes de réévaluation provenant des plus-values latentes sur les actifs et passifs.

	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Or	13 078 746 071	8 418 303 639	4 660 442 432
Devises	6 271 078 092	2 070 299 334	4 200 778 758
Titres et autres instruments	276 874 996	426 648 985	(149 773 989)
Total	19 626 699 159	10 915 251 958	8 711 447 201

Les taux de change utilisés pour la réévaluation de fin d'exercice sont les suivants :

Taux de change	2010	2009
Dollar pour 1 euro	1,3362	1,4406
Yens pour 1 euro	108,65	133,16
Euro pour 1 DTS	1,1572	1,0886
Francs suisses pour 1 euro	non utilisé	1,4836
Euros par once d'or fin	1 055,418	766,347

17 CAPITAL ET RÉSERVES

17.1 CAPITAL

Conformément à l'article 28.1 des statuts du SEBC, ainsi qu'au règlement (CE) n°1009/2000 du 8 mai du Conseil, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter le capital souscrit de la BCE de 5 milliards d'euros, qui est passé de 5 760 652 403 euros à 10 760 652 403 euros, avec effet au 29 décembre 2010¹⁴.

¹² Cf. également le chapitre 2 du *Rapport annuel*.

¹³ Le montant de la provision pour risques au 31 décembre 2009 et au 31 décembre 2010, ainsi que celui du transfert à la provision pour risques en 2010, ont été arrondis à l'euro le plus proche.

¹⁴ Décision BCE/2010/26 du 13 décembre 2010 concernant l'augmentation du capital de la Banque centrale européenne, JO L 11 du 15.01.2011, p. 53.

En vertu de l'article 28.3 des statuts du SEBC, le Conseil des gouverneurs a décidé que les BCN de la zone euro verseraient leurs contributions supplémentaires au capital, à hauteur de 3 489 575 000 euros, en trois versements annuels de même montant.¹⁵ En conséquence, les BCN appartenant à la zone euro (dans sa composition à cette date) ont transféré un montant de 1 163 191 667 euros, le 29 décembre 2010, au titre de leur premier versement. Les deux versements restants seront effectués respectivement fin 2011 et fin 2012.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé de ramener de 7,00 % à 3,75 % le pourcentage minimum du capital souscrit, que les BCN n'appartenant pas à la zone euro sont tenues de libérer à titre de participation aux coûts de fonctionnement de la BCE.¹⁶ Par conséquent, le 29 décembre 2010, les BCN hors zone euro ont libéré un montant de 84 220 euros, représentant la différence entre leur contribution

à hauteur de 3,75 % du capital augmenté et le montant libéré avant l'augmentation du capital.

L'augmentation du capital n'a entraîné aucune modification de la clé de répartition du capital de la BCE.

Les effets conjugués des décisions mentionnées ci-dessus se sont traduits par une progression du capital libéré de la BCE s'élevant à 1 163 275 887 euros (cf. le tableau ci-dessous)¹⁷ :

15 Décision BCE/2010/27 du 13 décembre 2010 concernant la libération de l'augmentation du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales des États membres dont la monnaie est l'euro, JO L 11 du 15.01.2011, p. 54.

16 Décision BCE/2010/28 du 13 décembre 2010 concernant la libération du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales n'appartenant pas à la zone euro, JO L 11 du 15.01.2011, p. 56.

17 Les différents montants ont été arrondis à l'euro le plus proche. En conséquence, la somme des totaux et des sous-totaux indiqués dans les tableaux de cette section peut ne pas être égale au total en raison des écarts d'arrondis.

	Clé de répartition du capital depuis le 1 ^{er} janvier 2009 %	Capital souscrit depuis le 29 décembre 2010 euros	Capital libéré depuis le 29 décembre 2010 euros	Capital souscrit le 31 décembre 2009 euros	Capital libéré le 31 décembre 2009 euros
Banque Nationale de Belgique	2,4256	261 010 385	180 157 051	139 730 385	139 730 385
Deutsche Bundesbank	18,9373	2 037 777 027	1 406 533 694	1 090 912 027	1 090 912 027
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	1,1107	119 518 566	82 495 233	63 983 566	63 983 566
Banque de Grèce	1,9649	211 436 059	145 939 392	113 191 059	113 191 059
Banco de España	8,3040	893 564 576	616 764 576	478 364 576	478 364 576
Banque de France	14,2212	1 530 293 899	1 056 253 899	819 233 899	819 233 899
Banca d'Italia	12,4966	1 344 715 688	928 162 355	719 885 688	719 885 688
Banque centrale de Chypre	0,1369	14 731 333	10 168 000	7 886 333	7 886 333
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	18 798 860	12 975 526	10 063 860	10 063 860
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0632	6 800 732	4 694 066	3 640 732	3 640 732
De Nederlandsche Bank	3,9882	429 156 339	296 216 339	229 746 339	229 746 339
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	208 939 588	144 216 254	111 854 588	111 854 588
Banco de Portugal	1,7504	188 354 460	130 007 793	100 834 460	100 834 460
Banka Slovenije	0,3288	35 381 025	24 421 025	18 941 025	18 941 025
Národná banka Slovenska	0,6934	74 614 364	51 501 030	39 944 364	39 944 364
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	134 927 820	93 131 154	72 232 820	72 232 820
Sous-total pour les BCN de la zone euro	69,7915	7 510 020 722	5 183 637 388	4 020 445 722	4 020 445 722
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8686	93 467 027	3 505 014	50 037 027	3 502 592
Česká národní banka	1,4472	155 728 162	5 839 806	83 368 162	5 835 771
Danmarks Nationalbank	1,4835	159 634 278	5 986 285	85 459 278	5 982 149

	Clé de répartition du capital depuis le 1 ^{er} janvier 2009 %	Capital souscrit depuis le 29 décembre 2010 euros	Capital libéré depuis le 29 décembre 2010 euros	Capital souscrit le 31 décembre 2009 euros	Capital libéré le 31 décembre 2009 euros
Eesti Pank	0,1790	19 261 568	722 309	10 311 568	721 810
Latvijas Banka	0,2837	30 527 971	1 144 799	16 342 971	1 144 008
Latvijas Banka	0,4256	45 797 337	1 717 400	24 517 337	1 716 214
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	149 099 600	5 591 235	79 819 600	5 587 372
Narodowy Bank Polski	4,8954	526 776 978	19 754 137	282 006 978	19 740 488
Banca Națională a României	2,4645	265 196 278	9 944 860	141 971 278	9 937 989
Sveriges Riksbank	2,2582	242 997 053	9 112 389	130 087 053	9 106 094
Bank of England	14,5172	1 562 145 431	58 580 454	836 285 431	58 539 980
Sous-total pour les BCN hors zone euro	30,2085	3 250 631 681	121 898 688	1 740 206 681	121 814 468
Total	100,0000	10 760 652 403	5 305 536 076	5 760 652 403	4 142 260 189

Les BCN hors zone euro n'ont aucun droit sur les bénéfices distribuables de la BCE, dont ceux provenant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème, et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

18 ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

18.1 ENTRÉE DE L'ESTONIE DANS LA ZONE EURO

En vertu de la décision 2010/416/UE du Conseil du 13 juillet 2010, prise conformément à l'article 140, paragraphe 2, du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, l'Estonie a adopté la monnaie unique le 1^{er} janvier 2011. En application de l'article 48.1 des statuts du SEBC et des actes juridiques adoptés par le Conseil des gouverneurs les 13 et 31 décembre 2010¹⁸, l'*Eesti Pank* a libéré un montant de 12 572 592 euros au 1^{er} janvier 2011 au titre de sa souscription au capital de la BCE. Ce montant tient compte de l'augmentation de capital de la BCE à compter du 29 décembre 2010, prenant dûment en considération la mesure dans laquelle le capital supplémentaire est libéré (cf. la note 17 « Capital et réserves »). Conformément à l'article 48.1, conjointement avec l'article 30.1, des statuts du SEBC, l'*Eesti Pank* a transféré à la BCE des avoirs de réserve de change d'une valeur totale équivalente à 145 853 597 euros avec effet au 1^{er} janvier 2011. Ces avoirs de réserve de change étaient constitués de montants en yens japonais

(sous la forme de numéraire) et d'or dans des proportions de respectivement 85 et 15.

L'*Eesti Pank* a reçu des créances correspondant à sa contribution au capital libéré et aux avoirs de réserve de change équivalentes aux montants transférés. Celles-ci doivent être traitées de la même façon que les créances existantes des autres BCN de la zone euro (cf. la note 13.1 « Engagements au titre du transfert de réserves de change »).

18.2 GESTION DU MÉCANISME EUROPÉEN DE STABILISATION FINANCIÈRE ET DES FONDS EUROPÉEN DE STABILITÉ FINANCIÈRE (FESF)

La BCE joue un rôle opérationnel dans la gestion de deux dispositifs de financement européens liés à la stabilité financière et établis en 2010 par le Conseil de l'UE et les États membres de l'UE.

Conformément aux articles 122, paragraphe 2, et 132, paragraphe 1, du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et aux articles 17 et 21 des statuts du SEBC, et en vertu de l'article 8 du Règlement (UE) N° 407/2010 du Conseil, la

¹⁸ Décision BCE/2010/26 du 13 décembre 2010 concernant l'augmentation du capital de la Banque centrale européenne, JO L 11 du 15.01.2011, p. 53 ; décision BCE/2010/34 du 31 décembre 2010 concernant la libération du capital, le transfert d'avoirs de réserve de change ainsi que la contribution aux réserves et aux provisions de la Banque centrale européenne par l'*Eesti Pank*, JO L 11 du 15.01.2011, p. 58 ; accord du 31 décembre 2010 entre l'*Eesti Pank* et la Banque centrale européenne concernant la créance reçue par l'*Eesti Pank* de la Banque centrale européenne en vertu de l'article 30.3 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, JO C 12 du 15.01.2011, p. 6.

BCE est responsable de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'Union européenne au titre du mécanisme européen de stabilisation financière. Dans le cadre de ce dispositif, des prêts à l'Irlande d'un montant total de 5 milliards d'euros étaient comptabilisés au 22 février 2011.

Aux termes des articles 17 et 21 des statuts du SEBC (conjointement avec l'article 3(5) de l'accord-cadre entre la *European Financial Stability Facility (EFSF), Société Anonyme*, et les États membres ayant l'euro pour monnaie), la BCE est responsable de la gestion des prêts accordés par le FESF aux États membres ayant l'euro pour monnaie. Dans le cadre de ce dispositif, des prêts à l'Irlande d'un montant total de 4,2 milliards d'euros subsistaient au 22 février 2011.

INSTRUMENTS DE HORS BILAN

19 PROGRAMMES AUTOMATISÉS DE PRÊT DE TITRES

Pour la gestion de ses fonds propres, la BCE a conclu un accord relatif à un programme automatisé de gestion de prêts de titres. Aux termes de cet accord, un intermédiaire spécialement désigné à cet effet est chargé de conduire des opérations de prêt de titres pour le compte de la BCE avec un certain nombre de contreparties reconnues par la BCE comme éligibles. Dans le cadre de cet accord, il subsistait au 31 décembre 2010 des opérations de cession temporaire pour un montant de 1,5 milliard d'euros (2,1 milliards en 2009).

En 2010, dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE, un intermédiaire spécialement désigné à cet effet a conduit des opérations de prêt de titres en dollars pour le compte de la BCE avec des contreparties éligibles. Aucune opération de ce type n'était comptabilisée au 31 décembre 2010.

20 CONTRATS À TERME À CARACTÈRE FERME DE TAUX D'INTÉRÊT

Les contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt sont utilisés dans le cadre de la gestion des réserves de change et des fonds propres de la BCE. Au 31 décembre 2010, l'encours des transactions s'élevait à :

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises	2010 Montant du contrat Contre-valeur en euros	2009 Montant du contrat Contre-valeur en euros	Variation Contre-valeur en euros
Achats	458 539 141	541 523 368	(82 984 227)
Ventes	1 251 682 536	2 706 847 703	(1 455 165 167)

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en euros	2010 Montant du contrat euros	2009 Montant du contrat euros	Variation euros
Achats	0	25 000 000	(25 000 000)
Ventes	0	379 000 000	(379 000 000)

21 SWAPS DE TAUX D'INTÉRÊT

Au 31 décembre 2010, le montant des *swaps* de taux d'intérêt s'établissait à 742,4 millions d'euros (724,4 millions en 2009). Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

22 OPÉRATIONS À TERME SUR TITRES

Un achat à terme de titres d'un montant de 92 millions d'euros était comptabilisé au 31 décembre 2010. Cette opération a été effectuée dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

23 OPÉRATIONS DE SWAP DE CHANGE ET DE CHANGE À TERME

GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE

Dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE, les opérations de *swap* de change et de change à terme suivantes étaient comptabilisées au 31 décembre 2010 :

Opérations de <i>swap</i> de change et de change à terme	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Créances	1 697 483 530	1 017 926 290	679 557 240
Engagements	1 740 464 038	1 008 562 032	731 902 006

OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉ

Il subsistait au 31 décembre 2010 des créances à terme sur les BCN et des engagements envers le Système fédéral de réserve au titre de la fourniture de liquidité en dollars aux contreparties de l'Eurosystème (cf. la note 11 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

24 GESTION DES OPÉRATIONS D'EMPRUNT ET DE PRÊT

Conformément à l'article 141, paragraphe 2, du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et aux articles 17, 21.2, 43.1 et 46.1 des statuts du SEBC, conjointement avec l'article 9 du règlement (CE) n° 332/2002 du Conseil du 18 février 2002, modifié en dernier lieu par le règlement (CE) n° 431/2009 du Conseil du 18 mai 2009, la BCE continue d'assumer la responsabilité de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'Union européenne aux termes du mécanisme de soutien financier à moyen terme. Dans le cadre de ce dispositif, des prêts accordés à la Lettonie, à la Hongrie et à la Roumanie par l'Union européenne, d'un montant total de 12,1 milliards d'euros, étaient comptabilisés au 31 décembre 2010.

Dans le contexte d'un accord de prêt entre les États membres ayant l'euro comme monnaie¹⁹ et le Kreditanstalt für Wiederaufbau²⁰, prêteurs, la République hellénique, emprunteur, et la Banque centrale de Grèce, intermédiaire de l'emprunteur, et aux termes des articles 17 et 21.2 des statuts du SEBC, ainsi que de l'article 2 de la décision BCE/2010/4²¹, la BCE est responsable du traitement de tous les paiements liés au nom des prêteurs et de l'emprunteur. Dans le cadre de cet accord, des prêts bilatéraux coordonnés en faveur de la République hellénique d'un montant de 21 milliards d'euros subsistaient au 31 décembre 2010.

25 LITIGES EN COURS

Un recours en indemnité a été introduit contre la BCE devant le Tribunal de première instance des Communautés européennes (TPI)²² par la société *Document Security Systems Inc. (DSSI)*, prétendant que la BCE avait contrefait un brevet de DSSI²³ dans le cadre de la production des billets en euros. Le TPI a rejeté le recours en indemnité formé par DSSI contre la BCE.²⁴ La BCE mène actuellement plusieurs actions en vue d'obtenir l'annulation de ce brevet dans certaines juridictions et y est déjà parvenue dans plusieurs d'entre elles. En outre, elle maintient fermement qu'elle n'a en aucune manière contrefait le brevet et elle contestera par conséquent toute action en contrefaçon introduite par DSSI devant une juridiction nationale compétente en la matière.

19 Hors République hellénique et République fédérale d'Allemagne.

20 Agissant dans l'intérêt général, selon les instructions et avec la garantie de la République fédérale d'Allemagne.

21 Décision BCE/2010/4 du 10 mai 2010 relative à la gestion des prêts bilatéraux coordonnés en faveur de la République hellénique et modifiant la décision BCE/2007/7, JO L 119 du 13.05.2010, p. 24.

22 Par suite de l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne le 1er décembre 2009, le Tribunal de première instance a été rebaptisé « Tribunal ».

23 Brevet européen n° 0455 750 B1 déposé par DSSI.

24 Ordonnance du Tribunal de première instance du 5 septembre 2007, Affaire T-295/05. Cette ordonnance peut être consultée à l'adresse Internet suivante : www.curia.europa.eu.

Le TPI ayant rejeté le recours en indemnité de DSSI et les actions menées par la BCE pour annuler dans plusieurs pays le volet national du brevet de DSSI ayant été jusqu'ici couronnées de succès, la BCE reste convaincue qu'il est très peu probable qu'elle soit amenée à verser certaines sommes à DSSI. Elle suit attentivement l'ensemble des développements du litige en cours.

ANNEXE AU COMPTE DE RÉSULTAT

26 PRODUIT NET D'INTÉRÊT

26.1 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 avoirs nets de réserve de change de la BCE, comme suit :

	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Produits d'intérêt sur comptes courants	1 328 753	1 333 874	(5 121)
Produits d'intérêt sur dépôts du marché monétaire	15 865 666	17 682 787	(1 817 121)
Produits d'intérêt sur prises en pension	2 712 798	1 524 055	1 188 743
Produits d'intérêt sur titres	335 790 909	663 881 906	(328 090 997)
Produits nets d'intérêt sur <i>swaps</i> de taux d'intérêt	4 611 662	7 374 057	(2 762 395)
Produits nets d'intérêt sur opérations de <i>swap</i> et à terme en devises	6 523 343	9 519 685	(2 996 342)
Total des produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises	366 833 131	701 316 364	(334 483 233)
Charges d'intérêt sur comptes courants	(8 795)	(219 800)	211 005
Charges nettes d'intérêt sur mises en pension	(644 858)	(880 287)	235 429
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises (nets)	366 179 478	700 216 277	(334 036 799)

La baisse globale du produit net d'intérêt en 2010 s'explique principalement par le recul du produit net d'intérêt sur le portefeuille en dollars.

26.2 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 dans l'émission totale des

billets en euros (cf. la rubrique « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles 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 servi lors des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. La diminution des produits en 2010 reflète principalement le fait que le taux moyen des opérations principales de refinancement a été moins élevé qu'en 2009.

26.3 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 au titre de leurs créances sur la BCE relatives aux avoirs de réserve transférés en vertu de l'article 30.1 des statuts du SEBC.

26.4 AUTRES PRODUITS D'INTÉRÊT ET AUTRES CHARGES D'INTÉRÊT

Ces postes comprennent les produits (3,8 milliards d'euros contre 4 milliards en 2009) et les charges d'intérêt (3,9 milliards d'euros contre 3,7 milliards en 2009) au titre des soldes constitués lors de l'utilisation du système TARGET2 (cf. la note 13.2 « Autres créances/engagements intra-Eurosystème (nets) » et la note 11 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

Ces postes contiennent également les produits nets de 140,4 millions d'euros et de 438,0 millions d'euros provenant des titres acquis par la BCE dans le cadre, respectivement, du programme d'achat d'obligations sécurisées et du programme pour les marchés de titres. Les produits et charges d'intérêt relatifs à d'autres créances et engagements libellés en euros ainsi que les produits et charges d'intérêt au titre des opérations d'apport de liquidité en dollars et en francs suisses figurent également dans cette rubrique.

27 PLUS-VALUES/(MOINS-VALUES) RÉALISÉES SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières en 2010 ont été les suivantes :

	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Plus-values nettes réalisées sur titres, sur contrats à terme de taux d'intérêt et <i>swaps</i> de taux d'intérêt	460 588 711	563 594 643	(103 005 932)
Plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or	13 724 616	539 002 475	(525 277 859)
Plus-values nettes réalisées sur opérations financières	474 313 327	1 102 597 118	(628 283 791)

En 2010, ce poste comprenait les plus-values nettes réalisées sur cessions de titres ainsi que les gains de change nets sur les sorties de devises.

En 2009, des plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or ont été enregistrées, essentiellement du fait de la vente de 1 141 248 onces d'or fin, conformément à l'Accord sur les avoirs en or des banques centrales. En 2010, aucune vente d'or n'a eu lieu.

28 MOINS-VALUES LATENTES SUR ACTIFS FINANCIERS ET POSITIONS DE CHANGE

	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres	(184 247 603)	(34 163 743)	(150 083 860)
Moins-values latentes sur <i>swaps</i> de taux d'intérêt	(10 963 861)	(3 774 314)	(7 189 547)
Moins-values latentes de change	(1 973)	(1 592)	(381)
Total	(195 213 437)	(37 939 649)	(157 273 788)

En 2010, cette charge a résulté essentiellement de l'ajustement du coût d'acquisition d'un certain nombre de titres figurant au bilan à leur valeur de marché au 30 décembre 2010.

29 CHARGE NETTE DE COMMISSIONS

	2010 euros	2009 euros	Variation euros
Commissions (produits)	110 661	679 416	(568 755)
Commissions (charges)	(1 519 678)	(695 426)	(824 252)
Charge nette de commissions	(1 409 017)	(16 010)	(1 393 007)

En 2010, les produits figurant dans cette rubrique comprennent les pénalités imposées aux établissements de crédit pour manquement aux obligations en matière de constitution de réserves obligatoires. Les charges concernent les frais à payer sur comptes courants et relatifs à des opérations sur contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt (cf. la note 20 « Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt »).

30 PRODUITS DES ACTIONS ET DES TITRES DE PARTICIPATION

Les dividendes reçus au titre des actions de la BRI détenues par la BCE (cf. la note 7.2 « Autres actifs financiers ») sont présentés dans cette rubrique.

31 AUTRES PRODUITS

En 2010, les autres produits divers proviennent principalement des contributions accumulées des BCN de la zone euro au titre des coûts engagés par la BCE en liaison avec un grand projet d'infrastructure de marché.

32 CHARGES DE PERSONNEL

Les traitements et indemnités, les cotisations au régime d'assurance maladie et les coûts divers (167,7 millions d'euros, contre 158,6 millions en 2009) figurent sous cette rubrique. Ce poste inclut également un montant de 28,8 millions d'euros (28,7 millions d'euros en 2009) comptabilisé au titre du plan de retraite de la BCE et des autres avantages postérieurs

à l'emploi (cf. la note 14.3 « Divers »). Les charges de personnel liées à la construction des nouveaux locaux de la BCE, d'un montant de 1,3 million d'euros (1,2 million d'euros en 2009), ont été immobilisées et sont exclues de cette rubrique.

Le régime des traitements et indemnités, y compris les émoluments des titulaires de postes de direction, est calqué pour l'essentiel sur celui de l'Union européenne, auquel il est donc comparable.

Les membres du Directoire perçoivent un traitement de base ainsi qu'une indemnité de résidence et une indemnité pour frais de représentation. Pour ce qui concerne le président, un logement de fonction appartenant à la BCE est mis à sa disposition, à la place de l'indemnité de résidence. Conformément aux conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne, les membres du Directoire ont droit à des allocations scolaires, de foyer et pour enfant à charge, en fonction de leur situation individuelle. Les traitements de base sont soumis à l'impôt communautaire ainsi qu'à des déductions au titre des cotisations aux régimes de retraite et d'assurance maladie et accidents. Les indemnités et allocations ne sont ni imposables ni soumises à retenue pour pension.

Les traitements de base versés aux membres du Directoire en 2010 ont été les suivants :

	2010 euros	2009 euros
Jean-Claude Trichet (président)	367 863	360 612
Lucas D. Papademos (vice-président jusqu'en mai 2010)	131 370	309 096
Vitor Constâncio (vice-président depuis juin 2010)	183 918	-
Gertrude Tumpel-Gugerell (membre du Directoire)	262 728	257 568
José Manuel González-Páramo (membre du Directoire)	262 728	257 568
Lorenzo Bini Smaghi (membre du Directoire)	262 728	257 568
Jürgen Stark (membre du Directoire)	262 728	257 568
Total	1 734 063	1 699 980

Les indemnités et allocations versées aux membres du Directoire et les cotisations aux régimes d'assurance maladie et accidents effectuées par la BCE en leur nom se sont élevées au total à 660 731 euros (614 879 euros en 2009), portant le montant total des émoluments à 2 394 794 euros (2 314 859 euros en 2009).

Des indemnités temporaires sont versées aux anciens membres du Directoire pendant un certain temps après la fin de leur mandat. En 2010, ces versements, ainsi que les cotisations de la BCE aux régimes d'assurance maladie et accidents des anciens membres du Directoire, se sont élevés à 34 868 euros, alors qu'aucun versement n'avait été effectué en 2009. Les retraites, y compris les indemnités correspondantes, versées aux anciens membres du Directoire ou à leurs ayants droits et les cotisations aux régimes d'assurance maladie et accidents se sont établies à 354 349 euros (348 410 euros en 2009).

Fin 2010, le nombre effectif, en équivalent temps plein, des personnes titulaires d'un contrat de travail à la BCE s'élevait à 1 607²⁵, dont 156 occupaient des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2010 :

	2010	2009
Total au 1 ^{er} janvier	1 563	1 536
Nouveaux membres du personnel/ changement de statut contractuel	328	320
Démissions/fin de contrat	(302)	(283)
Hausse/(baisse) nette liée aux changements des modalités de l'emploi à temps partiel	18	(10)
Total au 31 décembre	1 607	1 563
Effectif moyen employé	1 565	1 530

²⁵ Ce chiffre n'inclut pas le personnel en congé sans solde. Il englobe les personnes titulaires d'un contrat à durée indéterminée, à durée déterminée et à court terme ainsi que les participants au Graduate Programme de la BCE. Les personnes en congé de maternité et en congé de maladie prolongé sont également comptabilisées.

33 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 déplacement, d'installation, de formation et de réinstallation du personnel.

34 SERVICES DE PRODUCTION DES BILLETS

Ces dépenses ont trait principalement aux coûts de transport transfrontière des billets en euros, d'une part entre imprimeries et BCN pour la livraison des nouveaux billets, d'autre part entre BCN lorsqu'il s'agit de compenser les pénuries en faisant appel à des stocks excédentaires. Ces coûts sont supportés de façon centralisée par la BCE.



PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60394 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Tel.: +49 69 9585-2367
Fax: +49 69 9585-911042

23 February 2011

Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2010, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2010, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 23 February 2011

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Roehmsberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton
ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

Cette page, publiée par la BCE, est une traduction de courtoisie du rapport du commissaire aux comptes extérieur de la BCE.

En cas de divergence d'interprétation, seule la version anglaise signée par PWC fait foi.

Au Président et au Conseil des gouverneurs
de la Banque centrale européenne
Francfort-sur-le-Main

le 23 février 2011

Rapport du commissaire aux comptes indépendant

Nous avons vérifié les comptes annuels ci-joints de la Banque centrale européenne, qui comprennent le bilan au 31 décembre 2010, le compte de résultat pour l'exercice clos à cette date ainsi qu'un résumé des règles et méthodes comptables significatives et d'autres notes explicatives (les « comptes annuels »).

La responsabilité du Directoire de la Banque centrale européenne en matière de comptes annuels

Le Directoire est responsable de la préparation et de la présentation impartiale de ces comptes annuels, conformément aux principes établis par le Conseil des gouverneurs, qui sont définis dans la décision BCE/2010/21 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne, ainsi que du contrôle interne qu'il juge nécessaire pour permettre la préparation de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, qu'elles proviennent d'une fraude ou d'une erreur.

La responsabilité du commissaire aux comptes

Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes annuels. Nos travaux ont été réalisés conformément aux normes professionnelles d'audit internationales (*International Standards on Auditing*). Ces normes requièrent la conformité aux règles déontologiques et la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit consiste à exécuter des procédures permettant d'obtenir des éléments probants concernant les données contenues dans les comptes annuels. Les procédures d'examen retenues s'appuient sur le jugement du commissaire aux comptes, notamment son évaluation des risques d'anomalies significatives des comptes annuels, qu'elles proviennent d'une fraude ou d'une erreur. En effectuant cette appréciation des risques, le commissaire aux comptes examine le contrôle interne pertinent pour la préparation et la présentation impartiale des comptes annuels par l'entité, afin de définir des procédures d'audit qui soient adaptées aux circonstances et non d'exprimer un avis sur l'efficacité de ce contrôle interne. Un audit consiste également à porter une appréciation sur le caractère approprié des principes comptables suivis et le caractère raisonnable des estimations comptables retenues par le Directoire ainsi que sur la présentation d'ensemble des comptes annuels.

Nous estimons que les éléments probants que nous avons obtenus sont suffisants et fournissent une base satisfaisante à l'opinion exprimée ci-après.

Avis

À notre avis, les comptes annuels sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2010 et des résultats de l'exercice s'achevant à cette date, conformément aux règles et méthodes comptables établies par le Conseil des gouverneurs et définies dans la décision BCE/2010/21 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne.

Francfort-sur-le-Main, le 23 février 2011

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Rönneberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

ANNEXE RELATIVE À LA RÉPARTITION DES BÉNÉFICES/COUVERTURE DES PERTES

Cette annexe ne fait pas partie des états financiers de la BCE pour l'année 2010.

REVENU LIÉ À LA PART DE LA BCE DANS LE TOTAL DES BILLETS EN CIRCULATION ET À SES AVOIRS EN TITRES ACHETÉS DANS LE CADRE DU PROGRAMME POUR LES MARCHÉS DE TITRES DE L'EUROSYSTÈME

Pour 2009, le revenu total, de 787 millions d'euros, lié à la part de la BCE dans le total des billets en circulation a été distribué aux BCN de la zone euro le 5 janvier 2010, proportionnellement aux parts qu'elles ont libérées dans le capital souscrit de la BCE. Pour 2010, à la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, le revenu total lié à la part de la BCE dans le total des billets en circulation et aux titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, d'un montant de respectivement 654 millions et 438 millions d'euros, a été transféré à la provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or, aucun acompte sur dividendes n'étant donc versé.

RÉPARTITION DES BÉNÉFICES/COUVERTURE DES PERTES

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 ; et
- le bénéfice net restant est distribué aux détenteurs de parts de la BCE proportionnellement aux parts qu'ils ont libérées.

Si la BCE enregistre une perte, celle-ci est couverte par le fonds de réserve générale de la BCE et, si nécessaire, après décision du Conseil des gouverneurs, par le revenu monétaire de

l'exercice financier concerné au *pro rata* et jusqu'à concurrence des montants alloués aux BCN, conformément à l'article 32.5 des statuts du SEBC¹.

Le Conseil des gouverneurs a décidé le 3 mars 2011 de ne pas abonder le fonds de réserve générale et de distribuer le bénéfice 2010, d'un montant de 171 millions d'euros, aux BCN de la zone euro proportionnellement aux parts de capital qu'elles ont libérées.

Les BCN n'appartenant pas à la zone euro ne peuvent recevoir aucune part du bénéfice distribuable de la BCE et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

	2010 euros	2009 euros
Bénéfice de l'exercice	170 831 395	2 253 186 104
Acomptes sur dividendes versés au titre de la part de la BCE dans les billets en euros en circulation et relatifs aux titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres ¹⁾	(0)	(787 157 441)
Bénéfice de l'exercice après distribution du revenu au titre de la part de la BCE dans les billets en euros en circulation et provenant des titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres	170 831 395	1 466 028 663
Distribution du bénéfice aux BCN	(170 831 395)	(1 466 028 663)
Total	0	0

1) Le Programme pour les marchés de titres a été instauré en mai 2010.

¹ L'article 32.5 des statuts du SEBC précise que la somme des revenus monétaires des BCN est répartie entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.

6 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2010

(EN MILLIONS D'EUROS)

ACTIF	31 DÉCEMBRE 2010	31 DÉCEMBRE 2009
1 Avoirs et créances en or	367 402	266 919
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	224 001	195 479
2.1 Créances sur le FMI	71 319	62 799
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	152 681	132 680
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	26 940	32 151
4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	22 603	15 193
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	22 603	15 193
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	546 747	749 890
5.1 Opérations principales de refinancement	227 865	79 277
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	298 217	669 297
5.3 Opérations de réglage fin	20 623	0
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	25	1 289
5.6 Appels de marge versés	17	27
6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	45 655	26 282
7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	457 415	328 652
7.1 Titres détenus à des fins de politique monétaire	134 829	28 782
7.2 Autres titres	322 586	299 870
8 Créances en euros sur des administrations publiques	34 954	36 171
9 Autres actifs	276 493	252 288
Total de l'actif	2 002 210	1 903 024

Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

PASSIF	31 DÉCEMBRE 2010	31 DÉCEMBRE 2009
1 Billets en circulation	839 702	806 522
2 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	378 008	395 614
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	212 739	233 490
2.2 Facilité de dépôt	104 458	162 117
2.3 Reprises de liquidités en blanc	60 784	0
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	27	6
3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	2 808	340
4 Certificats de dette émis	0	0
5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	79 792	129 730
5.1 Administrations publiques	71 685	120 495
5.2 Autres engagements	8 107	9 235
6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	47 703	46 769
7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	1 995	4 032
8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	14 346	9 616
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	14 346	9 616
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	54 480	51 249
10 Autres passifs	172 388	164 082
11 Comptes de réévaluation	331 510	220 101
12 Capital et réserves	79 479	74 969
Total du passif	2 002 210	1 903 024

ANNEXES

INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau suivant présente les instruments juridiques adoptés par la BCE en 2010 et publiés au Journal officiel de l'Union européenne. Des exemplaires du Journal officiel peuvent être obtenus auprès de l'Office des publications de l'Union européenne. Une liste de tous les instruments juridiques adoptés par la BCE depuis sa création et publiés au Journal officiel peut être consultée sur le site internet de la BCE à la rubrique « *Legal Framework* » (Cadre juridique).

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2010/1	Orientation de la Banque centrale européenne du 4 mars 2010 portant modification de l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 63, 12.03.2010
BCE/2010/2	Orientation de la Banque centrale européenne du 21 avril 2010 relative à TARGET2-Titres	JO L 118, 12.05.2010
BCE/2010/3	Décision de la Banque centrale européenne du 6 mai 2010 relative à des mesures temporaires concernant l'éligibilité des titres de créance négociables émis ou garantis par le gouvernement hellénique	JO L 117, 11.05.2010
BCE/2010/4	Décision de la Banque centrale européenne du 10 mai 2010 relative à la gestion des prêts bilatéraux coordonnés en faveur de la République hellénique et modifiant la décision BCE/2007/7	JO L 119, 13.05.2010
BCE/2010/5	Décision de la Banque centrale européenne du 14 mai 2010 instaurant un programme pour les marchés de titres	JO L 124, 20.05.2010
BCE/2010/6	Recommandation de la Banque centrale européenne du 1 ^{er} juillet 2010 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Národná banka Slovenska	JO C 184, 08.07.2010
BCE/2010/7	Règlement de la Banque centrale européenne du 23 juillet 2010 modifiant le règlement BCE/2001/18 concernant les statistiques sur les taux d'intérêt appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et crédits vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières	JO L 196, 28.07.2010
BCE/2010/8	Décision de la Banque centrale européenne du 27 juillet 2010 modifiant la décision BCE/2007/5 fixant les règles de passation des marchés	JO L 238, 09.09.2010
BCE/2010/9	Décision de la Banque centrale européenne du 29 juillet 2010 concernant l'accès à certaines données de TARGET2 et leur utilisation	JO L 211, 12.08.2010

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2010/10	Décision de la Banque centrale européenne du 19 août 2010 sur le non-respect des obligations de déclaration statistique	JO L 226, 28.08.2010
BCE/2010/11	Recommandation de la Banque centrale européenne du 23 août 2010 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banca d'Italia	JO C 233, 28.08.2010
BCE/2010/12	Orientation de la Banque centrale européenne du 15 septembre 2010 modifiant l'orientation BCE/2007/2 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2)	JO L 261, 05.10.2010
BCE/2010/13	Orientation de la Banque centrale européenne du 16 septembre 2010 portant modification de l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 267, 09.10.2010
BCE/2010/14	Décision de la Banque centrale européenne du 16 septembre 2010 relative à la vérification de l'authenticité et de la qualité ainsi qu'à la remise en circulation des billets en euros	JO L 267, 09.10.2010
BCE/2010/15	Décision de la Banque centrale européenne du 21 septembre 2010 relative à la gestion des prêts du Fonds européen de stabilité financière aux États membres dont la monnaie est l'euro	JO L 253, 28.09.2010
BCE/2010/16	Recommandation de la Banque centrale européenne du 8 octobre 2010 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de l'Eesti Pank	JO C 282, 19.10.2010
BCE/2010/17	Décision de la Banque centrale européenne du 14 octobre 2010 relative à la gestion des opérations d'emprunt et de prêt conclues par l'Union dans le cadre du mécanisme européen de stabilisation financière	JO L 275, 20.10.2010
BCE/2010/18	Décision de la Banque centrale européenne du 26 octobre 2010 portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne à la suite de l'introduction de l'euro en Estonie	JO L 285, 30.10.2010
BCE/2010/19	Décision de la Banque centrale européenne du 2 novembre 2010 modifiant la décision BCE/2007/7 relative aux modalités de TARGET2-BCE	JO L 290, 06.11.2010

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2010/20	Orientation de la Banque centrale européenne du 11 novembre 2010 relative au cadre juridique des procédures comptables et d'information financière dans le Système européen de banques centrales (refonte)	JO L 35, 09.02.2011
BCE/2010/21	Décision de la Banque centrale européenne du 11 novembre 2010 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne (refonte)	JO L 35, 09.02.2011
BCE/2010/22	Décision de la Banque centrale européenne du 25 novembre 2010 relative à la procédure d'autorisation de qualité des fabricants de billets en euros	JO L 330, 15.12.2010
BCE/2010/23	Décision de la Banque centrale européenne du 25 novembre 2010 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres dont la monnaie est l'euro (refonte)	JO L 35, 09.02.2011
BCE/2010/24	Décision de la Banque centrale européenne du 25 novembre 2010 concernant la distribution provisoire du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation et provenant des titres achetés dans le cadre du programme pour les marchés de titres (refonte)	JO L 6, 11.01.2011
BCE/2010/25	Décision de la Banque centrale européenne du 29 novembre 2010 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2011	JO L 318, 04.12.2010
BCE/2010/26	Décision de la Banque centrale européenne du 13 décembre 2010 concernant l'augmentation du capital de la Banque centrale européenne	JO L 11, 15.01.2011
BCE/2010/27	Décision de la Banque centrale européenne du 13 décembre 2010 concernant la libération de l'augmentation du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales des États membres dont la monnaie est l'euro	JO L 11, 15.01.2011
BCE/2010/28	Décision de la Banque centrale européenne du 13 décembre 2010 concernant la libération du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales n'appartenant pas à la zone euro	JO L 11, 15.01.2011
BCE/2010/29	Décision de la Banque centrale européenne du 13 décembre 2010 relative à l'émission des billets en euros (refonte)	JO L 35, 09.02.2011

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2010/30	Orientation de la Banque centrale européenne du 13 décembre 2010 portant modification de l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 336, 21.12.2010
BCE/2010/31	Décision de la Banque centrale européenne du 20 décembre 2010 concernant l'ouverture de comptes pour le traitement de paiements en relation avec des prêts du FESF aux États membres dont la monnaie est l'euro	JO L 10, 14.01.2011
BCE/2010/32	Décision de la Banque centrale européenne du 22 décembre 2010 modifiant la décision BCE/2009/25 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2010	JO L 343, 29.12.2010
BCE/2010/33	Décision de la Banque centrale européenne du 27 décembre 2010 relative à la transmission de données confidentielles en vertu du cadre commun pour le développement de répertoires d'entreprises utilisés à des fins statistiques	JO L 6, 11.01.2011
ECB/2010/34	Décision de la Banque centrale européenne du 31 décembre 2010 concernant la libération du capital, le transfert d'avoirs de réserve de change ainsi que la contribution aux réserves et aux provisions de la Banque centrale européenne par l'Eesti Pank	JO L 11, 15.01.2011

AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau ci-après présente les avis adoptés par la BCE en 2010 et début 2011 en vertu des articles 127 (4) et 282 (5) du Traité et de l'article 4 des statuts du SEBC. Une liste de l'ensemble des avis adoptés par la BCE depuis sa création peut être consultée sous la rubrique « *Legal framework* » du site internet de la BCE.

(a) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'une institution européenne

Numéro ¹	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2010/5	Conseil	Trois propositions de règlements du Parlement européen et du Conseil instituant une Autorité bancaire européenne, une Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, ainsi qu'une Autorité européenne des marchés financiers	JO C 13, 20.01.2010
CON/2010/6	Conseil	Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2003/71/CE et 2004/109/CE	JO C 19, 26.01.2010
CON/2010/19	Conseil européen	Recommandation du Conseil concernant la nomination du vice-président de la BCE	JO C 58, 10.03.2010
CON/2010/23	Conseil	Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 1998/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE et 2009/65/CE en ce qui concerne les compétences de l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers	JO C 87, 01.04.2010
CON/2010/28	Conseil	Proposition de règlement du Conseil portant modification du règlement (CE) n° 479/2009 en ce qui concerne la qualité des données statistiques dans le contexte de la procédure concernant les déficits excessifs	JO C 103, 22.04.2010
CON/2010/52	Conseil	Proposition de règlement du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 974/98 en ce qui concerne l'introduction de l'euro en Estonie et sur une proposition de règlement du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 2866/98 en ce qui concerne le taux de conversion à l'euro pour l'Estonie	JO C 190, 14.07.2010

¹ Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ¹	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2010/65	Avis d'initiative	Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retrisitions, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération	JO C 223, 18.08.2010
CON/2010/67	Commission européenne	Projet de règlement de la Commission portant modalités d'application du règlement (CE) n° 2494/95 du Conseil en ce qui concerne les normes minimales pour la qualité des pondérations de l'IPCH et abrogeant le règlement (CE) n° 2454/97 de la Commission	JO C 252, 18.09.2010
CON/2010/72	Parlement européen et Conseil	Deux propositions de règlement sur le transport transfrontalier professionnel d'euros en espèces par la route entre États membres dans la zone euro	JO C 278, 15.10.2010
CON/2010/82	Conseil	Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit	JO C 337, 14.12.2010
CON/2011/1	Conseil	Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux	JO C 57, 23.02.2011
CON/2011/6	Conseil	Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 98/78/CE, 2002/87/CE et 2006/48/CE en ce qui concerne la supervision des entités financières dans un conglomérat financier	JO C 62, 26.03.2011
CON/2011/8	Conseil	Recommandation en vue d'une décision du Conseil concernant les modalités de la renégociation de l'accord monétaire avec la Principauté de Monaco	JO C 60, 25.02.2011

Numéro ¹	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2011/12	Conseil	Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les dispositifs de garantie des dépôts (refonte) et proposition de directive modifiant la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs	Non encore publié au Journal officiel de l'Union européenne
CON/2011/13	Conseil	Réforme de la gouvernance économique dans l'Union européenne	Non encore publié au Journal officiel de l'Union européenne

(b) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'un État membre²

Numéro ³	Origine de la consultation	Objet
CON/2010/1	Hongrie	Reproduction des billets et des pièces en forints et en euros en Hongrie
CON/2010/2	Estonie	Nouveau cadre juridique pour la production de statistiques nationales
CON/2010/3	France	Certaines mesures de régulation bancaire et financière
CON/2010/4	France	Fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance
CON/2010/7	Belgique	Mesures de redressement applicables aux entreprises relevant du secteur bancaire et financier, surveillance du secteur financier et des services financiers et statut de la Banque nationale de Belgique
CON/2010/8	Grèce	Restructuration des engagements d'entreprises et à caractère professionnel envers les établissements de crédit et traitement des données relatives au comportement des débiteurs en matière financière
CON/2010/9	Finlande	La consolidation des banques de dépôt
CON/2010/10	Hongrie	Les missions de la Magyar Nemzeti Bank, la structure et le statut juridique de l'Autorité de surveillance financière hongroise et la création du Conseil de la stabilité financière
CON/2010/11	Suède	Deuxième prolongation du dispositif de recapitalisation d'État
CON/2010/12	Roumanie	Procédure d'administration spéciale introduite par la Banca Națională a României applicable aux établissements de crédit en difficulté
CON/2010/13	Hongrie	Missions de la Magyar Nemzeti Bank liées à la qualité de membre du Fonds monétaire international de la Hongrie
CON/2010/14	Pologne	Mesures encourageant la mise à disposition de crédits bancaires aux entreprises
CON/2010/15	Irlande	Accord de prêt bilatéral entre l'Irlande et le Fonds monétaire international
CON/2010/16	Estonie	Préparatifs en vue de l'introduction de l'euro
CON/2010/17	Grèce	Création du système de statistiques hellénique et d'une autorité des statistiques indépendante

² En décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé que les avis de la BCE émis à la demande des autorités nationales seraient, en règle générale, publiés immédiatement après leur adoption et leur transmission à l'autorité consultante.

³ Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ³	Origine de la consultation	Objet
CON/2010/18	Lettonie	Introduction d'une facilité de dépôt de sept jours
CON/2010/20	Estonie	Modifications de la loi sur l'Eesti Pank et des statuts de l'Eesti Pank
CON/2010/21	Grèce	Modifications apportées au cadre juridique concernant l'amélioration des liquidités de l'économie compte tenu de l'impact de la crise financière internationale
CON/2010/22	Autriche	Contribution de l'Autriche au Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance du FMI
CON/2010/24	Danemark	Modification de la loi relative à la Danmarks Nationalbank concernant le pouvoir de collecter des informations pour la compilation de statistiques
CON/2010/25	Bulgarie	Indépendance, confidentialité et interdiction du financement monétaire
CON/2010/26	Finlande	Projet de loi relatif à l'investissement public dans les banques de dépôt
CON/2010/27	Slovénie	Nouveau cadre juridique relatif à l'intégrité et à la prévention de la corruption en ce qui concerne son application à la Banka Slovenije et à ses organes de décision
CON/2010/29	Suède	Extension des garanties du gouvernement aux banques et autres établissements
CON/2010/30	Irlande	Restructuration de la banque centrale et de l'autorité des services financiers d'Irlande
CON/2010/31	Hongrie	Modification de la loi relative aux établissements de crédit et financiers introduisant d'autres mesures de stabilisation du marché financier
CON/2010/32	Pologne	Modification des règles régissant la provision du Narodowy Bank Polski destinée à couvrir le risque de change
CON/2010/33	Grèce	Surveillance de l'assurance privée, création d'un fonds de garantie d'assurance vie et autres dispositions
CON/2010/34	Grèce	Mesures d'aménagement des dettes de particuliers surendettés
CON/2010/35	Estonie	Mesures supplémentaires relatives à la stabilité financière en Estonie
CON/2010/36	Grèce	Projet de loi visant à rétablir l'équité fiscale et à lutter contre la fraude fiscale

Numéro ³	Origine de la consultation	Objet
CON/2010/37	Pologne	Modification des règles assurant la continuation des fonctions du président du Narodowy Bank Polski
CON/2010/38	Suède	Nouvelles valeurs unitaires de billets et de pièces
CON/2010/39	Chypre	Transfert des droits et obligations concernant l'émission, la distribution et le remboursement de la dette publique
CON/2010/40	Autriche	Prêt bilatéral entre le Fonds monétaire international et l'Oesterreichische Nationalbank
CON/2010/41	Allemagne	Systèmes de rémunération des établissements financiers et des sociétés d'assurance
CON/2010/42	Lituanie	Statut juridique des actifs du Lietuvos bankas, mandat et rémunération des membres de l'organe de décision, immunité des réserves de change des banques centrales étrangères et situations financières annuelles du Lietuvos bankas
CON/2010/43	Bulgarie	Statistiques, mouvements transfrontaliers d'argent liquide et compétences de la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie)
CON/2010/44	France	Certaines dispositions relatives à la Banque de France
CON/2010/45	Danemark	Modifications du régime de stabilité financière
CON/2010/46	Slovénie	Modifications de plusieurs dispositions de la loi bancaire
CON/2010/47	Allemagne	Modifications apportées à la loi sur les obligations sécurisées (<i>Pfandbriefe</i>)
CON/2010/48	Irlande	Restructuration de la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
CON/2010/49	Suède	Droit de la Sveriges Riksbank de collecter des informations auprès des émetteurs suédois de titres
CON/2010/50	Suède	Extension des garanties consenties par le gouvernement aux banques et autres établissements et prolongation du dispositif de recapitalisation d'État
CON/2010/51	Roumanie	Rémunération du personnel de la Banca Națională a României
CON/2010/53	Allemagne	Limitations de ventes à découvert
CON/2010/54	Grèce	Création du Fonds de stabilité financière

Numéro ³	Origine de la consultation	Objet
CON/2010/55	Slovénie	Communication d'informations et autres obligations de la Banka Slovenije en tant que prestataire de services de paiement pour les utilisateurs du budget
CON/2010/56	Hongrie	Modifications apportées à la loi relative à la Magyar Nemzeti Bank et introduisant des réductions de salaire
CON/2010/57	Autriche	Transfert de missions en matière de contrôle prudentiel à l'Autorité autrichienne des marchés financiers
CON/2010/58	Italie	Maîtrise des dépenses publiques concernant la Banca d'Italia
CON/2010/59	Allemagne	Carrière des fonctionnaires de la Deutsche Bundesbank
CON/2010/60	Estonie	Régime des réserves obligatoires
CON/2010/61	Bulgarie	Diverses compétences du Conseil des gouverneurs de la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie)
CON/2010/62	Hongrie	Modifications concernant diverses lois relatives à la réduction des déséquilibres financiers
CON/2010/63	Allemagne	Mise en œuvre de la réglementation relative aux systèmes de rémunération des établissements financiers et des sociétés d'assurance
CON/2010/64	Pologne	Modifications apportées au cadre juridique régissant le système de garantie des dépôts
CON/2010/66	Roumanie	Modifications apportées à la législation relative aux statistiques officielles
CON/2010/68	Hongrie	Régime de réserves obligatoires applicable aux établissements de crédits
CON/2010/69	Roumanie	Nouvelles mesures visant à restaurer l'équilibre budgétaire
CON/2010/70	Pologne	Modifications apportées au cadre juridique régissant le fonctionnement de la Bank Gospodarstwa Krajowego
CON/2010/71	Irlande	Extension de la garantie de l'État irlandais relative à certains engagements des établissements de crédit
CON/2010/73	Chypre	Cadre législatif permettant aux établissements de crédit d'émettre des obligations sécurisées
CON/2010/74	Autriche	Accroissement du montant des nouveaux accords d'emprunt conclus avec le Fonds monétaire international

Numéro ³	Origine de la consultation	Objet
CON/2010/75	Irlande	Extension de la garantie de l'État irlandais relative à certains engagements des établissements de crédit
CON/2010/76	Hongrie	Modification de la constitution et loi relative à la législation, en ce qui concerne le pouvoir législatif de la Magyar Nemzeti Bank
CON/2010/77	Lettonie	Modifications destinées à poursuivre l'harmonisation du cadre régissant les opérations de politique monétaire avec le cadre de l'Eurosystème
CON/2010/78	Luxembourg	Modifications apportées à la législation relative aux contrats de garantie financière en ce qui concerne les créances privées
CON/2010/79	Bulgarie	Restrictions applicables aux paiements en espèces
CON/2010/80	Portugal	Rémunération du personnel du Banco de Portugal et budget
CON/2010/81	Pologne	Sociétés d'investissement et de crédit immobilier
CON/2010/83	Allemagne	Restructuration des banques
CON/2010/84	Estonie	Régime des réserves obligatoires
CON/2010/85	Avis d'initiative	Ratification ou mise en œuvre d'un Arrangement concernant les services postaux de paiement
CON/2010/86	Roumanie	Détention temporaire d'actions ou de parts par des établissements de crédit lors d'opérations d'assistance financière en vue de l'assainissement ou du sauvetage d'entreprises
CON/2010/87	Grèce	Vérification de l'authenticité et de la qualité ainsi que remise en circulation des billets en euros, et sanctions applicables en cas de manquement à l'obligation de protéger les billets et pièces en euros contre le faux monnayage
CON/2010/88	France	Augmentation du capital et de la réserve réglementaire de la Banque de France
CON/2010/89	Slovaquie	Certaines dispositions nouvelles concernant la circulation des espèces
CON/2010/90	Malte	Vérification de l'authenticité et de la qualité ainsi que remise en circulation des billets en euros
CON/2010/91	Hongrie	Désignation et révocation des membres du Conseil monétaire et rémunération des membres du Conseil de surveillance de la Magyar Nemzeti Bank

Numéro ³	Origine de la consultation	Objet
CON/2010/92	Irlande	Stabilisation d'urgence des établissements de crédit
CON/2010/93	Suède	Extension des garanties consenties par le gouvernement aux banques et autres établissements et prolongation du dispositif de recapitalisation par l'État
CON/2010/94	Hongrie	Autorité hongroise de surveillance financière et compétence législative de son président
CON/2010/95	Pologne	Prorogation de l'aide de la Trésorerie de l'État et mesures de recapitalisation en faveur des établissements financiers faisant l'objet d'une décision de la Commission européenne
CON/2011/2	Chypre	Pouvoirs de sanction de la bourse de Chypre
CON/2011/3	Slovénie	Modifications de la loi sur les activités bancaires
CON/2011/4	Pologne	Fonds de placement à capital fixe émettant des certificats d'investissement par voie d'émission privée
CON/2011/5	Belgique	Mise en œuvre des principes régissant l'évolution des structures de contrôle du secteur financier en Belgique
CON/2011/7	Lituanie	Modifications destinées à poursuivre l'harmonisation du cadre national régissant les opérations de politique monétaire avec le cadre de l'Eurosytème
CON/2011/9	Pologne	Modifications apportées à la Constitution polonaise en ce qui concerne l'adoption de l'euro
CON/2011/10	Italie	Participation de l'Italie aux programmes du Fonds monétaire international en réponse à la crise financière
CON/2011/11	Pologne	Inclusion des coopératives de crédit dans le programme d'aide de la Trésorerie de l'État pour soutenir les établissements financiers

CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSISTÈME ¹

15 JANVIER 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 50 points de base, à 2,00 % à compter de l'opération devant être réglée le 21 janvier 2009. En outre, le Conseil décide que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt sont fixés à, respectivement, 3,00 % et 1,00 % avec effet au 21 janvier 2009, conformément à la décision du 18 décembre 2008.

5 FÉVRIER 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,00 %, 3,00 % et 1,00 %.

5 MARS 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 50 points de base, à 1,50 % à compter de l'opération devant être réglée le 11 mars 2009. En outre, le Conseil décide que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt sont fixés à, respectivement, 2,50 % et 0,50 % avec effet au 11 mars 2009.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs décide de maintenir la procédure d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour l'ensemble des opérations principales de refinancement, des opérations de refinancement spéciales et des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et régulières aussi longtemps que nécessaire et en tout cas au-delà de fin 2009. En outre, le Conseil des gouverneurs décide de conserver la fréquence

et les durées en vigueur des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et des opérations de refinancement spéciales aussi longtemps que nécessaire et en tout cas au-delà de fin 2009.

2 AVRIL 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 1,25 % à compter de l'opération devant être réglée le 8 avril 2009. En outre, le Conseil décide que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt sont fixés à, respectivement, 2,25 % et 0,25 % avec effet au 8 avril 2009.

7 MAI 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base à 1,00 % à compter de l'opération devant être réglée le 13 mai 2009. En outre, le Conseil décide d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 50 points de base à 1,75 %, avec effet au 13 mai 2009, et de laisser inchangé le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à 0,25 %. De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre sa politique de soutien renforcé du crédit. En particulier, il a décidé que l'Eurosystème fournira des liquidités par le biais d'opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an et sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. En outre, il a arrêté le principe de l'achat par l'Eurosystème d'obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro.

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2008 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.

4 JUIN 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. De plus, le Conseil des gouverneurs de la BCE a arrêté les modalités techniques relatives à l'achat d'obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro décidé le 7 mai 2009.

2 JUILLET, 6 AOÛT, 3 SEPTEMBRE, 8 OCTOBRE, 5 NOVEMBRE 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

3 DÉCEMBRE 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des 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, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 13 avril 2010.

14 JANVIER, 4 FÉVRIER 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des 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, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

4 MARS 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des 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, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 12 octobre 2010, notamment le retour à une procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois, en commençant par l'opération dont l'adjudication s'effectuera le 28 avril 2010.

8 AVRIL, 6 MAI 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

10 MAI 2010

Le Conseil des gouverneurs adopte plusieurs mesures pour faire face aux graves tensions sur les marchés financiers. En particulier, il décide d'intervenir sur les marchés obligataires tant publics que privés de la zone euro (Programme pour les marchés de titres – *Securities Markets Programme*) et d'adopter une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois effectuées en mai et juin 2010.

10 JUIN 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité

de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. En outre, le Conseil des gouverneurs décide d'adopter une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois dont l'adjudication s'effectuera au troisième trimestre 2010.

8 JUILLET, 5 AOÛT 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

2 SEPTEMBRE 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 11 janvier 2011, notamment l'adoption d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois.

7 OCTOBRE, 4 NOVEMBRE 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

2 DÉCEMBRE 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 12 avril 2011, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

13 JANVIER, 3 FÉVRIER 2011

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

3 MARS 2011

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 12 juillet 2011, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

COMMUNICATIONS DE LA BCE RELATIVES AUX APPORTS DE LIQUIDITÉ¹

APPORT DE LIQUIDITÉ EN EUROS

4 MARS 2010

LA BCE ANNONCE LE DÉTAIL DES OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT DONT LE RÈGLEMENT INTERVIENDRA JUSQU'AU 12 OCTOBRE 2010

Compte tenu des évolutions de l'économie et des marchés financiers, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de poursuivre le dénouement progressif de ses mesures opérationnelles non conventionnelles.

Plus précisément, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à réaliser ses opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la neuvième période de constitution de réserves de 2010, le 12 octobre. Cette procédure d'appel d'offres sera également maintenue pour les opérations de refinancement exceptionnelles de l'Eurosystème dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, qui continueront d'être effectuées aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la neuvième période de constitution de réserves de 2010. Le taux fixe de ces opérations de refinancement exceptionnelles sera identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé de revenir à une procédure d'appels d'offres à taux variable pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières assorties d'une échéance de trois mois, en commençant à partir de l'opération dont l'adjudication s'effectuera le 28 avril 2010. Les montants alloués lors de ces opérations seront définis de façon à assurer des conditions équilibrées sur les marchés monétaires et à éviter des écarts importants entre les taux de soumission et le taux en vigueur pour les opérations principales de refinancement. Pour chacune des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, le montant indicatif de l'adjudication sera annoncé à l'avance au début de chaque période de constitution au cours de laquelle l'opération doit avoir lieu. Le taux des opérations principales de

refinancement constituera le taux de soumission minimal lors des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois. Il s'agit là d'une mesure technique et transitoire destinée à éviter que les taux d'adjudication soient inférieurs au taux en vigueur de l'opération principale de refinancement dans un contexte d'abondance de liquidité.

Afin de lisser l'effet de liquidité de l'opération de refinancement à plus long terme à un an venant à échéance le 1^{er} juillet 2010, le Conseil des gouverneurs a décidé d'effectuer une opération de réglage fin supplémentaire, à échéance de six jours, dont l'annonce, l'adjudication et le règlement interviendront le 1^{er} juillet et qui viendra à échéance le 7 juillet, cette dernière date coïncidant avec le jour du règlement de la prochaine opération principale de refinancement. Cette opération sera également effectuée sous forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, avec un taux fixe identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé, conformément à sa décision relative à l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an du 16 décembre 2009, d'appliquer pour les opérations de refinancement à plus long terme à six mois dont l'adjudication s'effectuera le 31 mars 2010, un taux égal à la moyenne des taux de soumission minimums des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée de l'opération.

10 MAI 2010

LA BCE ANNONCE DES MESURES POUR FAIRE FACE AUX GRAVES TENSIONS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

Le Conseil des gouverneurs a adopté plusieurs mesures pour faire face aux graves tensions sur certains compartiments de marché qui entravent le mécanisme de transmission de la politique monétaire et par là, la conduite efficace d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix

à moyen terme. Ces mesures n'affecteront pas l'orientation de la politique monétaire.

Compte tenu des circonstances exceptionnelles prévalant actuellement sur le marché, le Conseil des gouverneurs a décidé de :

1. Procéder à des interventions sur les marchés obligataires tant publics que privés de la zone euro (*Securities Markets Programme* – Programme pour les marchés de titres) afin de garantir la liquidité et la profondeur des compartiments du marché qui connaissent des dysfonctionnements. Ce programme a pour objectif de remédier au dysfonctionnement des marchés de titres et de rétablir un mécanisme approprié de transmission de la politique monétaire. L'ampleur des interventions sera déterminée par le Conseil des gouverneurs. En prenant cette décision, il a été pris acte de la déclaration des gouvernements de la zone euro selon laquelle ils « prendront toutes les mesures nécessaires pour respecter les objectifs budgétaires cette année et les années suivantes, en conformité avec les procédures de déficit excessif » ainsi que des engagements précis supplémentaires pris par certains gouvernements de la zone euro d'accélérer l'assainissement budgétaire et de garantir la soutenabilité de leurs finances publiques. Afin de stériliser l'incidence des interventions décrites ci-dessus, des opérations spécifiques seront conduites pour réabsorber la liquidité injectée par le biais du Programme pour les marchés de titres. Ces opérations garantiront que l'orientation de la politique monétaire n'est pas affectée.
2. Adopter une procédure d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois, dont l'adjudication s'effectuera le 26 mai et le 30 juin 2010.
3. Effectuer, le 12 mai 2010, une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois, la totalité des soumissions étant servie, à un taux fixe égal à la moyenne des

taux de soumission minimums des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée de l'opération.

4. Réactiver, en coordination avec d'autres banques centrales, le dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (lignes de *swap*) conclu avec le Système fédéral de réserve, et recommencer à effectuer des opérations d'apport de liquidité en dollars d'une durée de 7 et de 84 jours. Ces opérations prendront la forme d'opérations de pension contre remise de garanties éligibles auprès de la BCE et seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. La première opération de ce type interviendra le 11 mai 2010.

10 JUIN 2010

LA BCE ANNONCE LE DÉTAIL DES OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME QUI INTERVIENDRONT AU TROISIÈME TRIMESTRE 2010

Le Conseil des gouverneurs a décidé d'adopter une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois dont l'adjudication s'effectuera le 28 juillet, le 25 août et le 29 septembre 2010.

2 SEPTEMBRE 2010

LA BCE ANNONCE LE DÉTAIL DES OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT DONT LE RÈGLEMENT INTERVIENDRA ENTRE LE 17 OCTOBRE 2010 ET LE 18 JANVIER 2011

Le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à réaliser ses opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la douzième période de constitution de réserves de 2010, le 18 janvier 2011. Cette procédure d'appel d'offres sera également maintenue pour les

opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, qui continueront d'être effectuées aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à fin 2010. Le taux fixe de ces opérations de refinancement exceptionnelles sera identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours.

En outre, le Conseil a décidé de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont le règlement doit intervenir le 28 octobre, le 25 novembre et le 23 décembre 2010 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations d'une durée de trois mois sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée des opérations de refinancement à plus long terme respectives.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'effectuer trois opérations supplémentaires de réglage fin quand les dernières opérations de refinancement d'une durée de six mois et de douze mois arriveront à échéance : une opération d'une durée de six jours dont l'annonce, l'adjudication et le règlement interviendront le 30 septembre 2010 ; une opération d'une durée de six jours dont l'annonce, l'adjudication et le règlement interviendront le 11 novembre 2010 ; et une opération d'une durée de treize jours dont l'annonce, l'adjudication et le règlement interviendront le 23 décembre 2010. Ces trois opérations seront également effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, ce taux étant identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours.

de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la troisième période de constitution de réserves de 2011, le 12 avril 2011. Cette procédure sera également maintenue pour les opérations de refinancement exceptionnelles de l'Eurosystème dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, qui continueront d'être effectuées aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin du premier trimestre 2011. Le taux fixe de ces opérations de refinancement exceptionnelles sera identique à celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours.

De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication doit intervenir le 26 janvier, le 23 février et le 30 mars 2011 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations d'une durée de trois mois sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées sur la durée des opérations de refinancement à plus long terme respectives.

2 DÉCEMBRE 2010

LA BCE ANNONCE LE DÉTAIL DES OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT DONT LE RÈGLEMENT INTERVIENDRA ENTRE LE 19 JANVIER ET LE 12 AVRIL 2011

Le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à conduire ses opérations principales

APPORT DE LIQUIDITÉ DANS D'AUTRES DEVISES ET ACCORDS AVEC D'AUTRES BANQUES CENTRALES

18 JANVIER 2010

LA BCE SUSPEND LES OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉ EN FRANCS SUISSES

Le Conseil des gouverneurs a décidé, en accord avec la Banque nationale suisse, de suspendre après le 31 janvier 2010 les opérations de *swaps* de change à une semaine visant à fournir des liquidités en francs suisses. Cette décision a été prise dans le contexte d'une diminution de la demande de liquidités et de l'amélioration de la situation sur les marchés de financement.

27 JANVIER 2010

LA BCE ET D'AUTRES BANQUES CENTRALES DÉCIDENT DE SUSPENDRE LES DISPOSITIFS TEMPORAIRES D'ÉCHANGE RÉCIPROQUE DE DEVISES (ACCORDS DE SWAP) AVEC LE SYSTÈME FÉDÉRAL DE RÉSERVE

Conjointement avec d'autres banques centrales, la BCE a confirmé l'expiration, le 1^{er} février 2010, des dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises (accords de *swap*) avec le Système fédéral de réserve. Ces accords, qui avaient été mis en place afin de contrer les pressions exercées sur les marchés de financement internationaux, ne sont plus nécessaires compte tenu des améliorations du fonctionnement des marchés financiers intervenues l'année dernière. Les banques centrales continueront de coopérer selon les besoins.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé, en accord avec le Système fédéral de réserve, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse, de ne plus effectuer d'opérations d'apport de liquidité en dollars après le 31 janvier 2010.

10 MAI 2010

RÉACTIVATION DES OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉ EN DOLLARS

En réponse à la résurgence de tensions sur les marchés européens du financement à court terme

en dollars des États-Unis, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne, le Système fédéral de réserve et la Banque nationale suisse ont annoncé le rétablissement de dispositifs temporaires d'échange de devises (accords de *swap* en dollars). Ces dispositifs sont destinés à favoriser l'amélioration des conditions de la liquidité sur les marchés du financement en dollars des États-Unis et à empêcher la propagation des tensions aux autres marchés et places financières. La Banque du Japon envisagera prochainement l'introduction de mesures similaires. Les banques centrales continueront de coopérer étroitement afin de réduire les tensions sur les marchés de financement.

Le Conseil des gouverneurs a décidé de réactiver, en coordination avec d'autres banques centrales, le dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (lignes de *swap*) conclu avec le Système fédéral de réserve, et de reprendre les opérations d'apport de liquidité en dollars d'une durée de 7 et de 84 jours. Elles prendront la forme d'opérations de pension contre remise de garanties éligibles auprès de la BCE et seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. La première opération sera effectuée le 11 mai 2010.

LA BCE ANNONCE LES DÉTAILS CONCERNANT LA RÉACTIVATION DES OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉ EN DOLLARS

À la suite de la décision du Conseil des gouverneurs de réactiver le dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (lignes de *swap*) conclu avec le Système fédéral de réserve, la BCE a annoncé les détails opérationnels concernant ses opérations d'apport de liquidité en dollars.

Les opérations seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie et prendront la forme d'opérations de pension contre remise de garanties éligibles auprès de la BCE.

La BCE a décidé de procéder aux opérations suivantes :

- Des opérations d’une durée de 7 jours seront conduites chaque semaine. La première opération sera effectuée le 11 mai 2010, avec un règlement le 12 mai 2010 et une échéance au 20 mai 2010. Les opérations suivantes seront, en règle générale, effectuées et adjudgées les mercredis, avec un règlement intervenant le jour ouvré suivant.
- Une opération d’une durée de 84 jours sera effectuée le mardi 18 mai 2010, avec un règlement le 20 mai 2010 et une échéance fixée au 12 août 2010.

Comme les précédentes, ces opérations de l’Eurosystème revêtiront la forme d’opérations de pension contre remise de garanties éligibles et seront effectuées par le biais d’une procédure d’appel d’offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. La prochaine opération d’apport de liquidité en dollars interviendra le 22 décembre 2010 et son règlement le 23 décembre ; exceptionnellement, toutefois, elle sera conduite comme une opération à 14 jours afin de couvrir la période de la fin de l’année.

17 DÉCEMBRE 2010

LA BCE CONCLUT UN ACCORD DE SWAP AVEC LA BANQUE D’ANGLETERRE

Dans le cadre de la coopération entre banques centrales, la BCE et la Banque d’Angleterre ont annoncé la mise en place d’un dispositif temporaire d’échange de devises (accord de *swap*), en vertu duquel la Banque d’Angleterre pourrait fournir, le cas échéant, jusqu’à 10 milliards de livres sterling à la BCE en échange d’euros. Cet accord viendra à expiration fin septembre 2011.

L’accord permet de mettre des livres sterling à disposition de la Banque centrale d’Irlande à titre de précaution, pour lui permettre de répondre à tout besoin temporaire de liquidité du système bancaire dans cette monnaie.

21 DÉCEMBRE 2010

PROLONGATION DES OPÉRATIONS D’APPORT DE LIQUIDITÉ EN DOLLARS

Le Conseil des gouverneurs a pris la décision, en coordination avec la Banque du Canada, la Banque d’Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse, de proroger au 1^{er} août 2011 les accords de *swap* de liquidité avec le Système fédéral de réserve et de continuer à conduire des opérations d’apport de liquidité en dollars d’une durée de sept jours.

PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

La BCE produit un certain nombre de publications qui fournissent des informations relatives à ses principales activités, à savoir la politique monétaire, les statistiques, les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, la stabilité et la surveillance financières, la coopération internationale et européenne, et les questions juridiques. Il s'agit, notamment, des documents suivants :

PUBLICATIONS STATUTAIRES

- Rapport annuel
- Rapport sur la convergence
- Bulletin mensuel

DOCUMENTS DE RECHERCHE

- Documents de travail sur des questions juridiques
- Études concernant des sujets spécifiques
- Bulletins de la recherche
- Documents de travail

AUTRES PUBLICATIONS/PUBLICATIONS RELATIVES AUX MISSIONS DE LA BCE

- *Enhancing monetary analysis* (Perfectionner l'analyse monétaire)
- *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)
- *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière)
- *Statistics Pocket Book* (Recueil statistique sous format de poche)
- La Banque centrale européenne : histoire, rôle et fonctions
- Le rôle international de l'euro
- La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro (la « Documentation générale »)
- La politique monétaire de la BCE
- *The payment system* (Le système de paiement)

La BCE publie également des brochures et des supports d'information traitant de sujets variés, comme les billets et les pièces en euros, ainsi que des comptes rendus de séminaires et des actes de conférences.

Pour une liste complète des documents (au format PDF) publiés par la BCE et par l'IME (Institut monétaire européen, prédécesseur de la BCE ayant fonctionné de 1994 à 1998), consulter le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Les différentes versions linguistiques disponibles pour chaque publication sont précisées par un code langue.

Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus gratuitement, dans la limite des stocks disponibles, sous forme d'abonnement ou à l'unité, en contactant l'adresse suivante : info@ecb.europa.eu.

GLOSSAIRE

Ce glossaire contient une sélection de termes utilisés dans le Rapport annuel. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être consulté sur le site internet de la BCE.

Accord de pension (Repurchase agreement): technique d'emprunt consistant à combiner la cession d'un actif (généralement un titre à revenu fixe) avec un engagement de rachat ultérieur de ce même actif à une date convenue et à un prix légèrement supérieur (reflétant le taux de l'emprunt).

Actions (Equities): titres représentant une part dans le capital d'une entreprise. Ils comprennent les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participation. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administration centrale (Central government): dans le **Système européen de comptes 1995**, secteur des administrations publiques à l'exclusion des administrations régionales et locales (cf. **administrations publiques**).

Administrations publiques (General government): secteur défini dans le **Système européen de comptes 1995** comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

AIF (Autres intermédiaires financiers) [OFI (Other financial intermediaries)]: sociétés ou quasi-sociétés, à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension, dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière en souscrivant des engagements sous des formes autres que de la monnaie, des dépôts et/ou des proches substituts des dépôts provenant d'unités institutionnelles autres que des IFM. Les AIF recouvrent, en particulier, les sociétés exerçant essentiellement des activités de financement à long terme (telles que les sociétés de crédit-bail), les dispositifs créés pour détenir des actifs titrisés, les autres holdings financières, les opérateurs sur titres et produits dérivés (lorsqu'ils agissent pour leur propre compte), les sociétés de capital-risque et les sociétés de capital-développement.

Ajustement dette-déficit (administrations publiques) [Deficit-debt adjustment (general government)]: écart entre le solde budgétaire des **administrations publiques** (déficit ou excédent) et la variation de leur **dette**.

Analyse économique (Economic analysis): l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de mener une analyse approfondie du risque pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières du moment et des risques à court et moyen termes qui en découlent pour la stabilité des prix, considérés sous l'angle de l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs à ces horizons. À cet égard, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix, et les perspectives à court et moyen termes concernant leur propagation au sein de l'économie (cf. **analyse monétaire**).

Analyse monétaire (Monetary analysis): l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de conduire une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse monétaire contribue à l'évaluation des tendances à moyen et long termes de l'inflation, eu égard à la relation étroite existant entre la monnaie et les prix sur longue période. Elle prend en compte les évolutions d'une large gamme d'indicateurs monétaires, comprenant **M3**, ses composantes et ses contreparties, en particulier le crédit, ainsi que diverses mesures de l'excès de liquidité (cf. **analyse économique**).

Assiette des réserves (Reserve base): ensemble des éléments éligibles du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

Balance des paiements [Balance of payments (b.o.p)]: état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde. Les transactions enregistrées sont celles concernant les biens, les services et les revenus, les mouvements de capitaux vis-à-vis du reste du monde et les transactions (telles que les remises de dettes) qui sont classées comme des transferts.

Banque centrale européenne (BCE) [European Central Bank (ECB)]: la BCE est au centre de l'**Eurosystème** et du **Système européen de banques centrales (SEBC)**, et elle est dotée de sa propre personnalité juridique conformément au **Traité** (article 282 (3)). Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, par ses activités propres ou par celles des BCN, conformément aux statuts du SEBC. La BCE est administrée par le **Conseil des gouverneurs** et par le **Directoire**, ainsi que par un troisième organe de décision, le **Conseil général**.

Comité économique et financier (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)]: comité participant à la préparation des travaux du **Conseil Ecofin** et de la Commission européenne. Ses missions comprennent l'examen de la situation économique et financière des États membres et de l'UE ainsi que la contribution à la surveillance budgétaire.

Conseil Ecofin: terme souvent employé pour désigner le **Conseil de l'Union européenne** quand il réunit les ministres de l'Économie et des Finances.

Conseil européen (European Council): institution de l'UE composée des chefs d'État ou de gouvernement des États membres de l'UE et, en tant que membres non votants, du Président de la Commission européenne et de son propre Président. Il donne à l'UE l'élan nécessaire à son évolution et définit les orientations et les priorités politiques générales de l'UE. Il ne dispose d'aucune compétence législative.

Conseil européen du risque systémique (CERS) [(European Systemic Risk Board (ESRB))]: organe indépendant de l'UE chargé de la surveillance macro-prudentielle du système financier au sein de l'UE. Il contribue à prévenir ou à réduire les risques systémiques que posent pour la **stabilité financière** les évolutions au sein du système financier, en tenant compte des évolutions macroéconomiques, de manière à éviter les périodes de perturbations financières généralisées.

Conseil général (General Council): l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne** (BCE). Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des BCN du **Système européen de banques centrales**.

Conseil des gouverneurs (Governing Council): organe de décision suprême de la **Banque centrale européenne** (BCE). Il est composé de l'ensemble des membres du **Directoire** de la BCE et des gouverneurs des BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

Conseil de l'Union européenne (Conseil) [Council of the European Union (Council)]: institution de l'UE composée de représentants des gouvernements des États membres de l'UE, habituellement les ministres en charge des questions à examiner, et du commissaire européen concerné (cf. **Conseil Ecofin**).

Contrepartie (Counterparty): co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute partie effectuant une transaction avec une banque centrale).

Contrepartie centrale (Central counterparty) : entité qui s'interpose, sur un ou plusieurs marchés, entre les **contreparties** aux contrats négociés, intervenant en qualité d'acheteur vis-à-vis de chaque vendeur et de vendeur vis-à-vis de chaque acheteur et garantissant ainsi la bonne réalisation des contrats ouverts.

Coût du financement externe des sociétés non financières (en termes réels) [Cost of the external financing of non-financial corporations (real)]: coût supporté par les sociétés non financières lorsqu'elles lèvent de nouveaux capitaux externes. Dans le cas des sociétés non financières de la **zone euro**, il correspond à la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût des **titres de créance** et du coût des fonds propres, calculée à partir des encours (corrigés des effets de valorisation) et déflatée des anticipations d'inflation.

Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (MFI credit to euro area residents): prêts des **IFM** accordés aux résidents non-IFM de la **zone euro** (**administrations publiques** et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et **titres de créance**).

Déficit des administrations publiques [Deficit (general government)]: besoin net de financement des **administrations publiques** correspondant à la différence entre les recettes totales de l'État et ses dépenses totales.

Déflateur du PIB (GDP deflator): rapport entre le **produit intérieur brut** (PIB) à prix courants (PIB nominal) et le PIB en volume (PIB réel). Il est également appelé déflateur implicite des prix du PIB.

Dépositaire central de titres [Central securities depository (CSD)]: entité qui (1) permet le traitement et le règlement-livraison des transactions sur titres par inscription en compte, (2) fournit des services de conservation (c'est-à-dire la gestion des événements sur titres et des remboursements) et (3) contribue activement à maintenir l'intégrité des titres émis. Les titres peuvent être matérialisés (mais conservés chez le dépositaire) ou dématérialisés (c'est-à-dire qu'ils n'existent que sous forme d'enregistrements électroniques).

Dette des administrations publiques [Debt (general government)]: total des dettes brutes (monnaie fiduciaire, dépôts, crédits et titres autres qu'actions et participations) en valeur nominale en cours à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs composant les **administrations publiques**.

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 par le **Conseil européen**, statuant à la majorité qualifiée, sur recommandation du **Conseil de l'Union européenne**, après consultation du Parlement européen et de la **BCE**.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (MFI longer-term financial liabilities): dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, **titres de créance** d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les **IFM** de la **zone euro** et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) [EONIA (euro overnight index average)]: mesure du taux d'intérêt effectif 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 libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit (Credit institution): (1) entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte, ou (2) entreprise ou toute autre personne morale, autre qu'un établissement de crédit au sens du (1), qui émet des moyens de paiement sous la forme de monnaie électronique.

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en euros à une autre banque de premier rang, communiqué par un panel de banques participantes et calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'échéances différentes inférieures ou égales à douze mois.

Eurogroupe: réunion informelle des ministres de l'Économie et des Finances des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro. Son statut est reconnu dans l'article 137 du **Traité** et dans le protocole n° 14. La Commission européenne et la **Banque centrale européenne** sont régulièrement invitées à participer à ses réunions.

Eurosystème (Eurosystem): système de banque centrale de la **zone euro**. Il comprend la **Banque centrale européenne** et les BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

Excédent brut d'exploitation (Gross operating surplus): excédent (ou déficit) dégagé par les activités de production, diminué du coût des consommations intermédiaires, de la rémunération des salariés et des impôts (après déduction des subventions à la production), mais avant prise en compte des dépenses et des recettes liées à l'emprunt/la location ou à la propriété d'actifs financiers et non produits.

Facilité de dépôt (Deposit facility): **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'effectuer des dépôts à 24 heures auprès d'une BCN. Ces dépôts sont rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Facilité européenne de stabilité financière (FESF) [European Financial Stability Facility (EFSF)]: société à responsabilité limitée mise en place par les États membres de la **zone euro**, sur une base intergouvernementale, afin de fournir des prêts aux pays de la zone euro connaissant des difficultés financières. Cette aide financière est assortie d'une stricte conditionnalité dans le cadre des programmes conjoints de l'UE et du FMI. Les prêts accordés dans le cadre de cette facilité sont

financés par le biais d'émissions de **titres de créance**, garantis à hauteur de 440 milliards d'euros au total, au *pro rata* des pays de la zone euro.

Facilité permanente (Standing facility): facilité de crédit de la banque centrale accessible aux **contreparties** à leur propre initiative. L'**Eurosystème** offre deux facilités permanentes à 24 heures: la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility): **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'obtenir, auprès d'une BCN, des crédits à 24 heures à un taux prédéterminé contre actifs éligibles (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Garanties (Collateral): actifs mis en nantissement ou transférés (aux banques centrales par les **établissements de crédit**, par exemple) en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés (par les établissements de crédit aux banques centrales, par exemple) dans le cadre d'**accords de pension**.

Gouvernement d'entreprise (Corporate governance): règles, procédures et processus en vertu desquels une organisation est dirigée et contrôlée. La structure du gouvernement d'entreprise définit la répartition des droits et responsabilités entre les différents acteurs de l'organisation, tels que le conseil d'administration, les dirigeants, les actionnaires et toute autre partie prenante, et établit les règles et procédures relatives à la prise de décision.

IFM (institutions financières monétaires) [MFIs (monetary financial institutions)]: institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Elles incluent l'**Eurosystème**, les **établissements de crédit** résidents (au sens du droit de l'UE) ainsi que 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 qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement des OPCVM monétaires, c'est-à-dire des fonds qui investissent en instruments à court terme et à faible risque d'échéance généralement inférieure ou égale à un an.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]: mesure de l'évolution des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

Institut monétaire européen (IME) [European Monetary Institute (EMI)]: institution à caractère temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire**, le 1^{er} janvier 1994. L'IME a été mis en liquidation le 1^{er} juin 1998, après la création de la **Banque centrale européenne**.

Investissements directs étrangers (Direct investment): investissements transfrontières effectués dans l'objectif d'acquies un intérêt durable (en pratique, une participation au capital équivalant à au moins 10% des actions ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise résidente d'un autre pays. Ils recouvrent les opérations en capital social, les bénéfices réinvestis et les opérations intragroupes.

Investissements de portefeuille (Portfolio investment): transactions et/ou positions nettes des résidents de la **zone euro** relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent des **actions** et des **titres de créance** (obligations et instruments du **marché monétaire**) hors montants enregistrés au titre des **investissements directs étrangers** ou des avoirs de réserve.

M1: agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des **IFM** et de l'**administration centrale** (Poste et Trésor, par exemple).

M2: agrégat monétaire intermédiaire comprenant **M1** plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des **IFM** et de l'**administration centrale**.

M3: agrégat monétaire large comprenant **M2** plus les instruments négociables, notamment les **pensions**, les titres d'OPCVM monétaires ainsi que les **titres de créance** d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les **IFM**.

Marché d'actions (Equity market): marché sur lequel sont émises et négociées des **actions**.

Marché monétaire (Money market): marché sur lequel sont empruntés, placés et négociés des capitaux à court terme au moyen d'instruments assortis en règle générale d'une échéance initiale inférieure ou égale à un an.

Marché obligataire (Bond market): marché sur lequel sont émis et négociés les **titres de créance** à long terme.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (exchange rate mechanism II)]: mécanisme 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 n'appartenant pas à la zone euro. Le MCE II est un dispositif multilatéral, comportant des cours pivots fixes mais ajustables et une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$. Les décisions concernant les cours pivots et l'éventuelle définition de marges de fluctuation plus étroites sont prises d'un commun accord entre l'État membre de l'UE en cause, les pays de la zone euro, la **Banque centrale européenne** (BCE) et les autres États membres de l'UE participant au mécanisme. Tous les participants au MCE II, y compris la BCE, ont le droit d'engager une procédure confidentielle visant à réexaminer les cours pivots (réalignement).

Mécanisme européen de stabilisation financière [European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)]: facilité de l'UE, fondée sur l'article 122(2) du Traité, permettant à la Commission de lever jusqu'à 60 milliards d'euros pour le compte de l'UE afin de financer des prêts aux États membres de l'UE connaissant de graves difficultés ou une menace sérieuse de telles difficultés, en raison d'événements exceptionnels échappant à leur contrôle. Les prêts ainsi octroyés sont assortis d'une stricte conditionnalité dans le cadre des programmes conjoints de l'UE et du FMI.

Mesures non conventionnelles (Non-standard measures): mesures prises par la BCE afin de soutenir l'efficacité et la transmission à l'économie de la **zone euro** dans son ensemble de ses décisions en matière de taux d'intérêt, en raison des dysfonctionnements constatés sur certains compartiments des marchés financiers et, plus largement, au sein du système financier.

Modèle de banque centrale correspondante (MBCC) [Correspondent central banking model (CCBM)]: mécanisme institué par le **Système européen de banques centrales** en vue de permettre aux **contreparties** une utilisation transfrontière des **garanties** éligibles. Dans le MBCC, les BCN assurent les unes pour les autres la fonction de conservateur. Cela signifie que chaque BCN tient un compte-titres au nom de chacune des autres BCN et de la **Banque centrale européenne**.

Opération de cession temporaire (Reverse transaction): opération par laquelle la banque centrale achète ou vend des titres dans le cadre d'un **accord de pension** ou accorde des prêts adossés à des **garanties**.

Opération d'open market (Open market operation): opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. En fonction de leurs objectifs, régularité et procédures, les opérations d'open market de l'**Eurosystème** peuvent être réparties en quatre catégories: les **opérations principales de refinancement**, les **opérations de refinancement à plus long terme**, les **opérations de réglage fin** et les opérations structurelles. S'agissant des instruments utilisés, les **opérations de cession temporaire** constituent le principal instrument d'open market de l'Eurosystème et peuvent être utilisées pour effectuer les quatre catégories d'opérations. En outre, peuvent être utilisés, pour les opérations structurelles, l'émission de certificats de dette et les opérations ferme et, pour la réalisation d'opérations de réglage fin, les opérations ferme, les **swaps de change** et les reprises de liquidité en blanc.

Opération principale de refinancement (Main refinancing operation): opération d'open market que l'Eurosystème effectue de manière régulière sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

Opération de refinancement à plus long terme (Longer-term refinancing operation): opération de crédit assortie d'une échéance supérieure à une semaine que l'Eurosystème exécute sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Les opérations mensuelles régulières sont assorties d'une échéance de trois mois. Durant la crise financière ont été menées des opérations supplémentaires, de fréquence variable, assorties d'échéances allant d'une **période de constitution des réserves** à un an.

Opération de réglage fin (Fine-tuning operation): opération d'open market réalisée par l'Eurosystème et destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire. Ces opérations ne sont pas normalisées en termes de fréquence et d'échéance.

Options (Options): instruments financiers qui donnent à leur détenteur le droit mais pas l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif spécifique (une obligation ou une action, par exemple) à un cours préalablement fixé (prix d'exercice) au plus tard à une date ultérieure définie à l'avance (date d'exercice ou d'échéance).

Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth Pact): vise à maintenir une situation saine des finances publiques dans les États membres de l'UE afin de fournir une meilleure assise pour la **stabilité des prix** et une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. À cette fin, le Pacte requiert des États membres la définition d'objectifs budgétaires à moyen terme. Il contient également les modalités pratiques de la **procédure de déficit excessif**. Le Pacte se compose d'une résolution du **Conseil européen** d'Amsterdam en date du 17 juin 1997 relative

au Pacte de stabilité et de croissance et de deux règlements du Conseil, à savoir : (1) le règlement (CE) n° 1466/97 du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, modifié par le règlement (CE) n° 1055/2005 du 27 juin 2005 ; et (2) le règlement (CE) n° 1467/97 du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure de déficit excessif, modifié par le règlement (CE) n° 1056/2005 du 27 juin 2005. Le Pacte de stabilité et de croissance est complété par le rapport du **Conseil Ecofin** intitulé *Améliorer la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance*, qui a été adopté par le Conseil européen de Bruxelles des 22 et 23 mars 2005. Il est complété également par un code de conduite, approuvé par le Conseil Ecofin du 11 octobre 2005, concernant des spécifications relatives à la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance et des lignes directrices quant au contenu et à la présentation des programmes de stabilité et de convergence.

Pays candidats (Candidate countries): pays dont l'UE a accepté la candidature en vue de leur adhésion à l'UE. Ils recouvrent actuellement la Croatie, l'Islande, l'ancienne République yougoslave de Macédoine, le Monténégro et la Turquie.

Période de constitution des réserves (Maintenance period): période sur laquelle est calculé le respect par les **établissements de crédit** des obligations en matière de **réserves obligatoires**. La période de constitution des réserves débute le jour du règlement de la première **opération principale de refinancement** suivant la réunion du **Conseil des gouverneurs** au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. La **Banque centrale européenne** publie un calendrier des périodes de constitution des réserves obligatoires au moins trois mois avant le début de l'année concernée.

Position extérieure [International investment position (i.i.p)]: valeur et décomposition des créances financières nettes (ou des engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde.

Procédure de déficit excessif (PDE) [(Excessive deficit procedure)]: la disposition figurant à l'article 126 du **Traité** et précisée dans le protocole n° 12 relatif à 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 ainsi que les étapes consécutives au constat de non-respect des exigences relatives au solde budgétaire ou à la dette publique. L'article 126 est complété par le règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure de déficit excessif (modifié par le règlement (CE) n° 1056/2005 du Conseil du 27 juin 2005), qui constitue un élément du **Pacte de stabilité et de croissance**.

Produit intérieur brut (PIB) [Gross domestic product (GDP)]: une mesure de l'activité économique, à savoir la valeur de l'ensemble des biens et services produits par une économie, moins les consommations intermédiaires, plus l'imposition nette sur les produits et les importations, au cours d'une période donnée. Le PIB peut se ventiler en composantes de la production, de la dépense ou du revenu. Les principaux agrégats de dépense qui constituent le PIB sont les suivants : la consommation finale des ménages, la consommation finale des administrations publiques, la formation brute de capital fixe, les variations des stocks, ainsi que les importations et les exportations de biens et de services (y compris le commerce intra-zone euro).

Programme d'achat d'obligations sécurisées [Covered Bond Purchase Programme (CBPP)] : programme mis en place par la BCE, à la suite de la décision du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne** du 7 mai 2009 d'acheter des obligations sécurisées libellées en euros émises dans la **zone euro**, afin de soutenir un compartiment spécifique du marché financier constituant une importante source de financement des banques et ayant été particulièrement affecté par la crise financière. Les achats au titre de ce programme ont atteint une valeur nominale de 60 milliards d'euros et ont été totalement réalisés au 30 juin 2010.

Programme pour les marchés de titres [Securities Markets Programme (SMP)] : programme mis en place par la BCE pour mener des interventions sur les marchés obligataires publics et privés de la zone euro et garantir ainsi la profondeur et la liquidité des compartiments du marché présentant des dysfonctionnements, afin de rétablir un fonctionnement approprié du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Projections (Projections) : résultats des exercices réalisés quatre fois par an afin de prévoir les scénarios possibles concernant les évolutions macroéconomiques futures au sein de la **zone euro**. Les projections établies par les services de l'**Eurosysteme** sont publiées en juin et en décembre tandis que celles réalisées par les services de la **Banque centrale européenne** (BCE) le sont en mars et en septembre. Elles s'inscrivent dans le cadre du pilier relatif à l'**analyse économique** de la stratégie de politique monétaire de la BCE et sont donc un des éléments servant à l'évaluation, par le **Conseil des gouverneurs**, des risques pour la **stabilité des prix**.

Ratio de déficit (administrations publiques) [Deficit ratio (general government)] : rapport entre le **déficit des administrations publiques** et le **produit intérieur brut** aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du **Traité** pour établir l'existence d'un déficit excessif (cf. **procédure de déficit excessif**). Il est également désigné par les termes ratio de déficit budgétaire ou ratio de déficit public.

Ratio dette publique/PIB (administrations publiques) [Debt-to-GDP ratio (general government)] : rapport entre la **dette des administrations publiques** et le **produit intérieur brut** aux prix du marché. Il fait l'objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques inscrits à l'article 126 (2) du **Traité** pour établir l'existence d'un déficit excessif.

Rentabilité des entreprises (Corporate profitability) : mesure de la performance des entreprises en termes de résultats, essentiellement par rapport au chiffre d'affaires, à l'actif ou aux fonds propres. Il existe un certain nombre de ratios différents mesurant la rentabilité des entreprises, établis à partir des états financiers, tels que le ratio du résultat d'exploitation (chiffre d'affaires moins dépenses d'exploitation) par rapport au chiffre d'affaires, le ratio du résultat net (résultat d'exploitation et résultat hors exploitation après impôts, amortissement et résultat exceptionnel) par rapport au chiffre d'affaires, le ratio de rentabilité économique (résultat net rapporté à l'actif total) et le ratio de rendement des fonds propres (résultat net rapporté aux fonds propres). Au niveau macroéconomique, l'**excédent brut d'exploitation**, établi à partir des comptes nationaux, par rapport au **produit intérieur brut** ou à la valeur ajoutée par exemple, est souvent utilisé comme mesure de la rentabilité.

Réserves obligatoires (Reserve requirement) : montant minimum de réserves qu'un **établissement de crédit** est tenu de constituer auprès de l'**Eurosysteme** au cours d'une **période de constitution** préalablement définie. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé

sur la base de la moyenne des soldes quotidiens des comptes de réserves des établissements au cours de la période de constitution.

Revenu monétaire (Monetary income): revenu dégagé par les BCN dans l'exercice des missions de politique monétaire de l'**Eurosystème**. Ce revenu est issu d'actifs dûment identifiés conformément aux orientations définies par le **Conseil des gouverneurs** et détenus en contrepartie des billets en circulation et des dépôts des **établissements de crédit**.

Risque de crédit (Credit risk): risque qu'une **contrepartie** n'honore pas intégralement son obligation, que ce soit à l'échéance fixée ou à un moment quelconque au-delà de cette échéance. Il recouvre le risque de coût de remplacement et le risque de principal. Il comprend également le risque de défaillance de la banque de règlement.

Risque de marché (Market risk): risque de pertes au bilan ou au hors bilan dues à des variations des cours des marchés.

Risque de règlement (Settlement risk): risque que le règlement, au sein d'un système d'échange, n'ait pas lieu comme prévu, généralement en raison de l'incapacité d'une partie à faire face à une ou plusieurs obligations de règlement. Ce risque désigne en particulier les risques opérationnels, les **risques de crédit** et les risques de liquidité.

Risque systémique (Systemic risk): risque que l'incapacité d'un intervenant à faire face à ses obligations dans un système empêche, à leur tour, les autres intervenants de remplir les leurs lorsqu'elles deviendront exigibles. Cette situation peut avoir des effets de contagion, et entraîner notamment d'importants problèmes de liquidité ou de crédit compromettant la stabilité du système financier ou la confiance qu'il inspire. Cette incapacité à honorer ses obligations peut être liée à des problèmes d'ordre opérationnel ou financier.

Stabilité des prix (Price stability): maintenir la stabilité des prix est le principal objectif de l'**Eurosystème**. Le **Conseil des gouverneurs** définit la stabilité des prix comme une progression sur un an de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2 % pour la **zone euro**. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Stabilité financière (Financial stability): situation dans laquelle le système financier, qui recouvre les intermédiaires financiers, les marchés et les infrastructures de marché, est capable de faire face aux chocs et à une correction brutale des déséquilibres financiers, réduisant ainsi la probabilité qu'apparaissent, dans le processus d'intermédiation financière, des perturbations suffisamment graves pour compromettre sérieusement l'allocation de l'épargne à des projets d'investissement rentables.

Stratégie Europe 2020 (Europe 2020 strategy): stratégie de l'UE pour l'emploi et pour une croissance intelligente, durable et inclusive. Elle a été adoptée par le **Conseil européen** en juin 2010. Cette stratégie, qui s'appuie sur la **stratégie de Lisbonne**, a pour but de fournir un cadre cohérent pour la mise en œuvre, dans les États membres de l'UE, des réformes structurelles destinées à élever la croissance potentielle et pour la mobilisation des politiques et des instruments à l'échelle européenne.

Stratégie de Lisbonne (Lisbon strategy): programme exhaustif de réformes structurelles lancé en 2000 par le **Conseil européen** de Lisbonne, visant à faire de l'UE « l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde ». Il a été remplacé par la **stratégie Europe 2020**.

Swap de change (Foreign exchange swap): échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme.

Système européen de banques centrales (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)]: constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des BCN de chacun des vingt-sept États membres de l'UE, il comprend, outre les membres de l'**Eurosysteme**, les BCN des États membres dont la monnaie n'est pas l'euro. Le SEBC est administré par le **Conseil des gouverneurs**, par le **Directoire** de la BCE et par le troisième organe de décision de la BCE, le **Conseil général**.

Système européen de comptes 1995 (SEC 95) [European System of Accounts 1995 (ESA 95)]: système complet et intégré de comptes macroéconomiques établis selon un ensemble de concepts statistiques, de définitions, de classifications et de règles comptables agréés à l'échelle internationale et visant à fournir une présentation harmonisée des données statistiques publiées par les États membres de l'UE. Le SEC 95 est la version, propre à l'UE, du système international des comptes nationaux 1993 (SCN 93).

Système européen de surveillance financière [European System of Financial Supervision (ESFS)]: groupe d'institutions chargées d'assurer la surveillance du système financier de l'UE. Il comprend le **Conseil européen du risque systémique**, les trois autorités européennes de surveillance, le Comité des autorités européennes de surveillance et les autorités nationales de surveillance des États membres de l'UE.

Système de règlement brut en temps réel (RTGS) [Real-time gross settlement system (RTGS)]: système de règlement dans lequel le traitement et le règlement des opérations ont lieu transaction par transaction en temps réel (cf. **TARGET**).

Système de règlement-livraison de titres [Securities settlement system (SSS)]: système permettant le transfert de titres, soit franco de paiement, soit contre paiement (livraison contre paiement).

TARGET (système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) [TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)]: système de règlement brut en temps réel de l'**Eurosysteme** pour les paiements en euros. Le système TARGET de première génération a été remplacé par **TARGET2** en mai 2008.

TARGET2: système **TARGET** de deuxième génération. Il effectue le règlement des paiements en euros en monnaie de banque centrale et son fonctionnement repose sur une plate-forme informatique unique partagée, à laquelle tous les ordres de paiement sont soumis pour traitement.

TARGET2-Titres (T2S) [TARGET2-Securities (T2S)]: plate-forme technique unique de l'**Eurosysteme** permettant aux **dépositaires centraux de titres** et aux BCN d'offrir un tronçon commun de services transfrontaliers et neutres de règlement de titres en monnaie de banque centrale en Europe.

Taux de change effectif (TCE) de l'euro (nominal/réel) [Effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real)] : moyenne pondérée des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la **zone euro**. La **Banque centrale européenne** publie les indices de TCE nominal de l'euro par rapport à deux groupes de partenaires commerciaux : le TCE-20 (qui inclut les dix États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que dix partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE) et le TCE-40 (qui comprend le groupe TCE-20 et vingt autres pays). Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de biens manufacturés de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en termes de prix et de coûts.

Taux directeurs de la BCE (Key ECB interest rates) : taux d'intérêt fixés par le **Conseil des gouverneurs**, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la **Banque centrale européenne**. Il s'agit du taux d'intérêt appliqué aux **opérations principales de refinancement**, du taux de la **facilité de prêt marginal** et du taux de la **facilité de dépôt**.

Taux d'intérêt des IFM (MFI interest rates) : taux d'intérêt que les **établissements de crédit** et autres **IFM** résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la **zone euro** et aux prêts qui leur sont consentis.

Taux de soumission minimal (Minimum bid rate) : taux d'intérêt le plus bas auquel les **contreparties** peuvent soumissionner dans le cadre des appels d'offres à taux variable.

Titre de créance (Debt security) : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

Titrisation (Securitisation) : montage consistant à regrouper des actifs financiers comme des crédits hypothécaires sur l'immobilier résidentiel, puis à les céder à un véhicule *ad hoc*, le SPV (*special-purpose vehicle*), qui émet des titres à revenu fixe souscrits par des investisseurs. Le principal et les intérêts dépendront des flux de trésorerie générés par le lot (*pool*) de créances sous-jacentes.

Titrisation retenue (Retained securitisation) : situation dans laquelle les titres émis dans le cadre d'une opération de titrisation sont rachetés par l'institution ayant initié l'opération (cf. **titrisation**).

Traité (Treaty) : sauf indication contraire, toutes les références faites au « Traité » dans le présent rapport désignent le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et les références à des numéros d'articles reflètent la numérotation en vigueur depuis le 1^{er} décembre 2009.

Traités (Treaties) : sauf indication contraire, toutes les références faites aux « Traités » dans le présent rapport désignent à la fois le **Traité** sur le fonctionnement de l'Union européenne et le Traité sur l'Union européenne.

Traité de Lisbonne [Treaty of Lisbon (Lisbon Treaty)]: modifie les deux traités fondateurs de l'Union européenne: le traité sur l'Union européenne et le traité instituant la Communauté européenne. Ce dernier a été renommé **Traité** sur le fonctionnement de l'Union européenne. Le Traité de Lisbonne a été signé à Lisbonne le 13 décembre 2007 et est entré en vigueur le 1^{er} décembre 2009.

Traitement de bout en bout [Straight-through processing (STP)]: traitement automatisé de bout en bout des transactions/flux de paiement incluant, le cas échéant, la mise en œuvre automatique de la création, de la confirmation, de la compensation et du règlement des instructions.

Union économique et monétaire (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)]: processus qui a conduit à la monnaie unique, l'euro, à la politique monétaire unique de la **zone euro** et à la coordination des politiques économiques des États membres de l'UE. Ce processus, défini par le **Traité**, a été réalisé en trois étapes. La phase III, dernière phase de l'UEM, a démarré le 1^{er} janvier 1999 avec le transfert des compétences monétaires à la **Banque centrale européenne** et l'introduction de l'euro. La mise en place de l'UEM s'est achevée avec le passage à l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002.

Valeur de référence pour la croissance de M3 (Reference value for M3 growth): taux de croissance annuel de **M3** à moyen terme compatible avec le maintien de la **stabilité des prix**. À l'heure actuelle, la valeur de référence pour la croissance annuelle de M3 est fixée à 4,5 %.

Volatilité implicite (Implied volatility): volatilité attendue (écart type) du taux de variation du prix d'un actif (action ou obligation, par exemple). Elle peut être calculée à partir du prix de l'actif, de sa date d'échéance et du prix d'exercice de ses **options**, ainsi que d'un taux de rendement sans risque, à l'aide d'un modèle de valorisation des options tel que la formule Black-Scholes.

Zone euro (Euro area): zone constituée des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro et dans lesquels est menée une politique monétaire unique, sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne**. La zone euro comprend actuellement la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovaquie, la Slovaquie et la Finlande.

ISSN 1561-4581



9 771561 458005