



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE  
EUROSISTÈME

RAPPORT ANNUEL 2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

RAPPORT ANNUEL  
2011





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



## RAPPORT ANNUEL 2011

En 2012, toutes  
les publications  
de la BCE comportent  
un motif figurant sur  
le billet de 50 euros.

© Banque centrale européenne, 2012

**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 autorisées en citant la source.*

*Photographies :*

*Andreas Böttcher*

*Banque centrale européenne/Robert Metsch  
ISOCHROM.com*

*La date d'arrêt des statistiques figurant dans le présent Rapport est le 2 mars 2012.*

ISSN 1561-4581 (version papier)

ISSN 1725-289X (internet)

# SOMMAIRE

<b>AVANT-PROPOS</b>	<b>7</b>		
<b>CHAPITRE I LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE</b>			
<b>I LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE</b>	<b>16</b>		
Encadré 1 Les mesures non conventionnelles en 2011	<b>16</b>		
<b>2 LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES, MONÉTAIRES ET ÉCONOMIQUES</b>	<b>23</b>		
2.1 L'environnement macroéconomique mondial	<b>23</b>		
2.2 Les évolutions monétaires et financières	<b>29</b>		
Encadré 2 La monnaie et le crédit en tant qu'indicateurs d'alerte précoce des distorsions des prix des actifs	<b>32</b>		
Encadré 3 Évolutions récentes du compte financier de la zone euro	<b>39</b>		
Encadré 4 Les soldes TARGET2 dans l'Eurosystème dans un contexte de marchés monétaires troublés	<b>41</b>		
Encadré 5 Les turbulences sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro et les répercussions sur le secteur financier en 2011	<b>46</b>		
2.3 Les évolutions de prix et de coûts	<b>56</b>		
Encadré 6 L'évolution des cours des matières premières et l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro : une comparaison des envolées de 2008 et 2011	<b>57</b>		
		2.4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail	<b>63</b>
		Encadré 7 L'ajustement du marché du travail dans la zone euro et aux États-Unis depuis la crise	<b>67</b>
		2.5 Les évolutions budgétaires	<b>71</b>
		Encadré 8 Actifs et passifs financiers des administrations publiques dans la zone euro	<b>71</b>
		<b>3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE HORS ZONE EURO</b>	<b>80</b>
		<b>CHAPITRE 2 LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE</b>	
		<b>I LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT</b>	<b>90</b>
		1.1 Les opérations de politique monétaire	<b>90</b>
		1.2 Les opérations de change et les opérations menées avec d'autres banques centrales	<b>98</b>
		1.3 Les activités de placement	<b>99</b>
		<b>2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES</b>	<b>102</b>
		2.1 Le système TARGET2	<b>102</b>
		2.2 TARGET2-Titres	<b>104</b>
		2.3 Les procédures de règlement pour les garanties	<b>105</b>
		<b>3 LES BILLETS ET PIÈCES</b>	<b>107</b>
		3.1 La circulation des billets et pièces	<b>107</b>
		3.2 La contrefaçon des billets et la lutte contre la contrefaçon	<b>108</b>
		3.3 La production et l'émission des billets	<b>109</b>

<b>4 LES STATISTIQUES</b>	<b>112</b>	<b>3 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES</b>	<b>135</b>
4.1 Les nouvelles statistiques et les statistiques améliorées de la zone euro	112	3.1 Le secteur bancaire	135
4.2 Les autres évolutions statistiques	112	3.2 Les valeurs mobilières	136
<b>5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE</b>	<b>115</b>	3.3 Les normes comptables	137
5.1 Les priorités de la recherche et les réalisations	115	<b>4 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE</b>	<b>138</b>
5.2 La diffusion des résultats de recherche : publications et conférences	116	<b>5 LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ</b>	<b>142</b>
<b>6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS</b>	<b>117</b>	5.1 Les systèmes de paiement de montant élevé et les fournisseurs d'infrastructures	142
6.1 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	117	5.2 Les systèmes et les instruments de paiement de détail	144
6.2 Les fonctions consultatives Encadré 9 L'indépendance de la banque centrale en Hongrie	117	5.3 La compensation et le règlement-livraison de titres et de produits dérivés	145
6.3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt	120	<b>CHAPITRE 4 LES QUESTIONS EUROPÉENNES</b>	
6.4 Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	122	<b>1 LES QUESTIONS INSTITUTIONNELLES ET DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE</b>	<b>150</b>
<b>CHAPITRE 3 LA STABILITÉ FINANCIÈRE, LES MISSIONS LIÉES AU CERS ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRE</b>	<b>122</b>	<b>2 LES ÉVOLUTIONS DANS LES PAYS CANDIDATS À L'UE ET LES RELATIONS AVEC CEUX-CI</b>	<b>154</b>
<b>1 LA STABILITÉ FINANCIÈRE</b>	<b>126</b>	<b>CHAPITRE 5 LES QUESTIONS INTERNATIONALES</b>	
1.1 Le suivi de la stabilité financière	126	<b>1 LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DU SYSTÈME MONÉTAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL</b>	<b>158</b>
1.2 Les dispositifs de stabilité financière	129	<b>2 LA COOPÉRATION AVEC DES PAYS HORS UE</b>	<b>161</b>
<b>2 MISSIONS RELATIVES AU FONCTIONNEMENT DU CONSEIL EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE (CERS)</b>	<b>131</b>	<b>CHAPITRE 6 LA COMMUNICATION EXTERNE ET LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ</b>	
2.1 Le cadre institutionnel	131	<b>1 LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ ET LA POLITIQUE DE COMMUNICATION</b>	<b>166</b>
2.2 Le support analytique, statistique, logistique et organisationnel au CERS Encadré 10 Le réseau de recherche du SEBC dans le domaine macroprudentiel	132		

<b>2 LA RESPONSABILITÉ DEVANT LE PARLEMENT EUROPÉEN</b>	<b>168</b>	Rapport du commissaire aux comptes indépendant	<b>231</b>
<b>3 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION</b>	<b>171</b>	Annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes	<b>232</b>
<b>CHAPITRE 7 LE CADRE INSTITUTIONNEL ET L'ORGANISATION</b>		Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2011	<b>234</b>
		<b>ANNEXES</b>	
<b>I LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE</b>	<b>176</b>	<b>INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE</b>	<b>238</b>
1.1 L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales	<b>176</b>	<b>AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE</b>	<b>241</b>
1.2 Le Conseil des gouverneurs	<b>177</b>	<b>CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME</b>	<b>248</b>
1.3 Le Directoire	<b>177</b>	<b>COMMUNICATIONS DE LA BCE RELATIVES AUX APPORTS DE LIQUIDITÉ</b>	<b>251</b>
1.4 Le Conseil général	<b>179</b>	<b>PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE</b>	<b>252</b>
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	<b>181</b>	<b>GLOSSAIRE</b>	<b>253</b>
1.6 Le gouvernement d'entreprise	<b>182</b>		
<b>2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION</b>	<b>188</b>		
2.1 La gestion des ressources humaines	<b>188</b>		
2.2 Les relations avec le personnel et le dialogue social	<b>189</b>		
2.3 Le dialogue social au sein du SEBC	<b>190</b>		
2.4 L'office de coordination des achats de l'Eurosystème	<b>190</b>		
2.5 Le nouveau site de la BCE	<b>191</b>		
2.6 Les questions environnementales	<b>191</b>		
2.7 La gestion des services informatiques	<b>192</b>		
<b>LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE</b>			
Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2011	<b>196</b>		
Bilan au 31 décembre 2011	<b>202</b>		
Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2011	<b>204</b>		
Les règles et méthodes comptables	<b>205</b>		
Annexe au bilan	<b>211</b>		
Annexe au compte de résultat	<b>226</b>		

## 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

ABE	Autorité bancaire européenne
AEAPP	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
AIF	Autres intermédiaires financiers
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BRI	Banque des règlements internationaux
CE	Communauté européenne
CUME	Coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie
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 recherches économiques de Hambourg
IDE	Investissements directs à l'étranger
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 l'Union européenne, les États membres 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'articles du Traité correspondent à la numérotation appliquée depuis l'entrée en vigueur du Traité de Lisbonne le 1<sup>er</sup> décembre 2009.**

# AVANT-PROPOS





2011 a été une année exceptionnelle caractérisée par un environnement économique et financier très difficile. Dans ce contexte, la Banque centrale européenne a constamment constitué un point d'ancrage pour la stabilité et la confiance. Le fait que les anticipations d'inflation à moyen et long termes sont restées 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 en témoigne. Il s'agit d'un succès remarquable compte tenu des événements défavorables et d'une preuve de la forte crédibilité dont bénéficie la politique monétaire de la BCE.

Pendant toute l'année 2011, les évolutions des prix ont été fortement influencées par les hausses des prix de l'énergie et des matières premières, ce qui a conduit à des taux d'inflation élevés. Globalement, la hausse annuelle moyenne de l'IPCH s'est établie à 2,7 %. Au début de l'année, la reprise économique s'est poursuivie

dans la zone euro, soutenue par la croissance mondiale et le renforcement de la demande intérieure. Parallèlement, l'inflation globale a sensiblement augmenté début 2011 et la balance des risques pesant sur les perspectives d'inflation s'est orientée à la hausse, comme l'indique l'analyse économique. Le rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie s'est progressivement redressé, dans un contexte de liquidité monétaire abondante, qui aurait pu favoriser la matérialisation de tensions à la hausse sur les prix. Afin de garantir le maintien de la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux d'intérêt directeurs de la BCE en avril et en juillet 2011, de 25 points de base à chaque fois, après les avoir maintenus à des niveaux très bas durant près de deux ans.

À partir de mi-juillet, les tensions sur les marchés financiers se sont intensifiées, alimentées principalement par les préoccupations des intervenants de marché quant à l'évolution des finances publiques dans plusieurs pays de la zone euro. Le resserrement des conditions du crédit et la baisse de la confiance des agents économiques qui en ont résulté, conjugués au recul de la demande mondiale, ont freiné l'activité économique dans la zone euro au second semestre 2011. Globalement, le PIB en volume a progressé de 1,4 % en 2011. L'incertitude élevée sur les marchés financiers ainsi que les pressions en faveur de la réduction de l'endettement des banques ont également affecté la croissance de la masse monétaire, qui a fléchi vers fin 2011. Le rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie est resté modéré. Au vu de cette évolution, le Conseil des gouverneurs a réduit les taux d'intérêt directeurs de la BCE en novembre et décembre, de 50 points de base au total.

Les risques pesant sur la stabilité financière de la zone euro se sont considérablement accrus courant 2011, sous l'effet de l'aggravation de la crise de la dette souveraine et de son incidence sur le secteur bancaire. Au second semestre en particulier, les effets de contagion se sont renforcés dans les grands pays de la zone euro,

en proie à des turbulences croissantes liées à l'interaction entre les vulnérabilités des finances publiques et le secteur financier. Cette évolution s'est accompagnée d'une dégradation des perspectives macroéconomiques de croissance, en fin d'année notamment. Les tensions sur les financements bancaires se sont fortement accentuées sur plusieurs compartiments de marché, notamment ceux des financements à terme en blanc et des financements à court terme en dollars. Cette situation a entraîné un renforcement des pressions en faveur de la réduction du levier d'endettement des banques fin 2011, impliquant un risque de répercussions négatives sur l'accès au crédit. Ces pressions liées aux problèmes de financement à court et moyen termes rencontrés par les banques ont été contenues de manière appropriée par une action rapide des banques centrales.

Compte tenu de l'incidence négative exercée par les tensions sur les marchés financiers sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a adopté une série de mesures non conventionnelles de politique monétaire à compter d'août 2011. Ces mesures incluaient notamment la réactivation du Programme pour les marchés de titres (SMP), le lancement d'un second programme d'achat d'obligations sécurisées ainsi que des mesures visant à fournir de la liquidité en devises. De plus, l'Eurosystème a décidé de maintenir la procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale pour toutes les opérations de refinancement au moins jusqu'à fin juin 2012. En décembre, le Conseil des gouverneurs a adopté des mesures supplémentaires de soutien renforcé du crédit, notamment la conduite de deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, un accroissement de la disponibilité des garanties et une réduction du taux des réserves obligatoires à 1 %. Ces mesures avaient pour principal objectif de limiter les effets des tensions sur les marchés financiers sur l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises en garantissant que les banques ne subissent pas de contraintes de liquidité.

L'aggravation généralisée des risques pesant sur la stabilité financière a révélé un besoin manifeste d'actions audacieuses et résolues, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro. La série de mesures annoncées ou adoptées par le Conseil européen et les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro abordaient plusieurs questions clés, en vue de rétablir la stabilité financière de la zone euro. Parmi les principaux éléments de cet ensemble de mesures figuraient un nouveau pacte budgétaire et le renforcement des outils de stabilisation pour la zone euro, avec notamment un Fonds européen de stabilité financière plus efficace, une mise en œuvre plus rapide du Mécanisme européen de stabilité et des mesures permettant de faire face aux difficultés exceptionnelles rencontrées par la Grèce.

Le 27 janvier 2012, les chefs d'État ou de gouvernement se sont accordés sur un nouveau pacte budgétaire sous forme du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire. Le Traité préconise le renforcement du cadre budgétaire existant, notamment par l'inscription dans la législation nationale d'une règle d'équilibre budgétaire, sous le contrôle de la Cour de justice de l'Union européenne. Les dérapages observés par rapport à la norme et leur incidence cumulée sur la dette publique déclencheront automatiquement un mécanisme de correction. Si elle est effectivement mise en œuvre, cette nouvelle règle budgétaire devrait renforcer la viabilité des finances publiques dans la zone euro.

S'agissant du secteur bancaire, l'Autorité bancaire européenne et les autorités nationales de surveillance ont adopté des mesures destinées à garantir un renforcement durable des fonds propres des banques européennes, sur la base d'un exercice de tests de résistance mené à l'échelle de l'Union Européenne et qui s'est achevé en juillet. Pour répondre au besoin de refinancement des banques, l'accès au financement à long terme a été

facilité par la réintroduction des dispositifs de garantie financés par l'État, dont l'accès et les conditions ont été coordonnés à l'échelle de l'UE.

Au cours de l'année 2011, le programme de réforme de la réglementation a été activement poursuivi. L'adoption par le G20 d'un ensemble intégré de mesures de politique économique concernant les institutions financières d'importance systémique a constitué une avancée importante vers un traitement des risques pesant sur le système financier. La BCE soutient pleinement ces nouvelles normes internationales, destinées à remédier aux externalités négatives et à l'aléa moral que créent les institutions d'importance systémique à l'échelle mondiale. Elles sont une étape nécessaire pour réduire la probabilité d'occurrence et l'ampleur de l'instabilité financière et des renflouements qu'elle induit. La BCE, en sa qualité de membre du Conseil de stabilité financière, a activement contribué à ces travaux.

Un autre domaine important a concerné les travaux de suivi sur la révision et la finalisation de certains éléments de nouvelles normes concernant les fonds propres et la liquidité (Bâle III). La BCE a également contribué à la mise en œuvre des normes de Bâle III en Europe et a salué la proposition de directive et de règlement de la Commission européenne du 20 juillet 2011, qui a pour objet de transposer le cadre de Bâle III dans la législation de l'UE. Dans son avis, publié le 27 janvier 2012, la BCE soutient pleinement l'engagement résolu de l'UE à mettre en œuvre les normes et accords internationaux dans le domaine de la réglementation financière tout en tenant compte, le cas échéant, de certaines caractéristiques spécifiques du système juridique et financier européen.

L'année 2011 a été la première année d'existence du Conseil européen du risque systémique (CERS), l'organe de surveillance macroprudentielle de l'UE, chargé de recenser

et d'évaluer les risques systémiques, et d'émettre des alertes et des recommandations. La BCE assure le secrétariat du CERS. En 2011, le CERS a procédé à des échanges de vues réguliers au sujet des risques systémiques pesant sur le système financier de l'UE ; l'interaction entre la solvabilité des emprunteurs souverains européens, la difficulté croissante des banques à accéder au financement et le ralentissement de la croissance économique a constitué un thème clé à cet égard. Le CERS a adopté trois recommandations publiques concernant : a) les prêts libellés en devises ; b) le financement en dollars des établissements de crédit ; et c) le mandat des autorités nationales dans le domaine macroprudentiel. Il travaille actuellement à la mise en place du mécanisme de suivi adéquat, conformément au principe « agir ou se justifier » (« *act or explain* »). Enfin, le CERS a travaillé tout au long de l'année à l'élaboration des fondements d'une politique macroprudentielle à l'échelle de l'UE ; pour ce faire, il a examiné les aspects macroprudentiels de la législation européenne proposée (notamment en ce qui concerne les exigences en fonds propres bancaires et l'infrastructure de marché) et partagé ses préoccupations d'ordre macroprudentiel avec les organes législatifs de l'UE.

La BCE a continué d'apporter sa contribution aux principales initiatives des autorités politiques et des responsables de la réglementation visant à renforcer la stabilité des infrastructures des marchés financiers, notamment les initiatives législatives prises au niveau de l'UE. La BCE a également contribué aux travaux du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et à ceux de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, en particulier aux Principes pour les infrastructures des marchés financiers (*Principles for financial market infrastructures*) et à des travaux dans le domaine des infrastructures de marché pour les produits dérivés de gré à gré. De plus, en mai 2011, le Conseil des gouverneurs a approuvé le mandat du Forum européen sur la sécurité des paiements de masse (*European Forum on the Security of*

*Retail Payments*). Enfin, en 2011, un examen préliminaire approfondi de la documentation disponible relative à l'architecture de TARGET2-Titres a été effectué par toutes les autorités compétentes.

S'agissant des 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-quatre banques centrales de l'UE et à leurs communautés d'utilisateurs respectives de bénéficier d'un large ensemble de services intégrés et harmonisés. Des progrès notables ont été réalisés en 2011 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). Après plus de deux années de négociations, la documentation juridique a été approuvée par le Conseil des gouverneurs, ouvrant la voie à la conclusion d'un contrat entre les dépositaires centraux de titres et l'Eurosystème en 2012. Les négociations avec les banques centrales des pays ne faisant pas partie de la zone euro et qui souhaiteraient mettre leur monnaie à disposition pour des règlements d'opérations sur titres dans T2S ont également été conclues. Des évolutions positives ont aussi été enregistrées sur les questions techniques, avec notamment la publication des spécifications fonctionnelles détaillées pour les utilisateurs et la sélection des prestataires de réseau. Des avancées ont également été réalisées s'agissant des futures améliorations des services de gestion des garanties de l'Eurosystème, notamment avec la suppression de l'obligation de rapatriement et le soutien des services transfrontières de gestion tripartite des garanties dans le cadre du modèle de banque centrale correspondante.

En ce qui concerne les questions relatives à l'organisation, à fin 2011, l'effectif de la BCE s'élevait à 1 440,5 personnes (en postes équivalent temps plein) contre 1 421,5 à fin 2010. Cette évolution s'explique principalement par

une augmentation des exigences opérationnelles résultant de la crise financière. Les membres du personnel de la BCE sont originaires des vingt-sept pays de l'UE et sont recrutés 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, 237 agents ont effectué une mobilité interne en 2011, tandis que six agents ont été détachés dans d'autres organisations pour bénéficier d'une expérience professionnelle externe et que 54 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 demeurent la pierre angulaire de la stratégie de la BCE en matière de ressources humaines. Les principales évolutions dans le domaine des politiques de ressources humaines comprennent l'introduction de dispositions permettant de mieux concilier vie professionnelle et vie de famille, l'instauration d'un comité de sécurité et de santé au travail et l'introduction de services d'accompagnement (*coaching*) destinés au personnel.

Les travaux de construction du nouveau site de la BCE ont progressé en 2011 conformément au calendrier prévu et au budget alloué. La double tour de bureaux a été édiflée au rythme moyen d'un étage tous les six jours. La construction du nouveau siège devrait être achevée comme prévu fin 2013.

S'agissant des comptes financiers, la BCE a dégagé un excédent de 1,89 milliard d'euros en 2011, après 1,33 milliard en 2010. Le Conseil des gouverneurs a décidé de transférer, au 31 décembre 2011, un montant de 1,17 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 6,36 milliards, qui correspondait à la valeur des parts des BCN de la zone euro

dans le capital libéré de la BCE à cette date. Le bénéfice net de la BCE, après ce transfert à la provision pour risques, s'élève à 728 millions d'euros en 2011. 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 2012



Mario Draghi





Vue est du nouveau siège de la BCE. La construction des nouveaux locaux, conçus par COOP HIMMELB(L)AU, doit être achevée d'ici fin 2013. L'ensemble comprendra trois grands corps de bâtiment, à savoir la double tour de bureaux, la *Grossmarkthalle* (ancien marché de gros) et le bâtiment d'entrée.

**CHAPITRE I**

**LES ÉVOLUTIONS  
ÉCONOMIQUES ET LA  
POLITIQUE MONÉTAIRE**

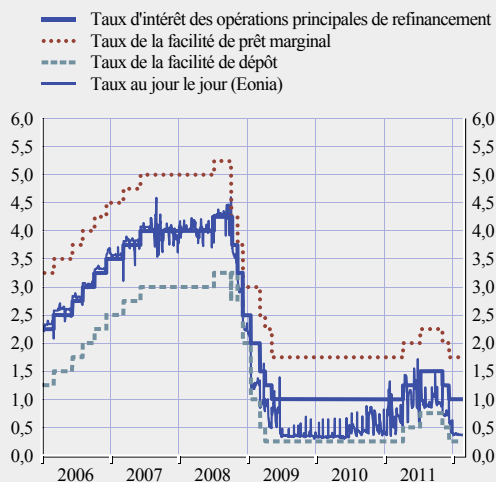


## I LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

En 2011, l'Eurosystème a de nouveau été confronté à une situation extrêmement difficile. Jusqu'à l'été 2011, les tensions inflationnistes se sont accrues en raison de la hausse des cours des matières premières, ce qui aurait pu déclencher un processus inflationniste généralisé dans un contexte de reprise économique. Les risques pesant sur les perspectives d'inflation à l'horizon pertinent pour la politique monétaire qui ont été identifiés par l'analyse économique se sont orientés à la hausse. De plus, alors que l'analyse monétaire indiquait que le rythme sous-jacent d'expansion monétaire restait modéré, la liquidité monétaire demeurait abondante, ce qui aurait pu permettre aux tensions sur les prix de se manifester. Afin de contenir ces risques, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux d'intérêt directeurs de la BCE à deux reprises, en avril et en juillet, de 50 points de base au total. Au second semestre, l'intensification des tensions sur les marchés financiers a sensiblement freiné l'activité économique dans la zone euro. Pour assurer le maintien de la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a réduit les taux directeurs de la BCE de 50 points de base en deux étapes, en novembre et en décembre. À fin 2011, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'établissait à 1,00 %, celui de la facilité de dépôt à 0,25 % et celui de la facilité de prêt marginal à 1,75 % (cf. graphique 1).

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

Les vives tensions observées sur les marchés financiers à partir de l'été étaient susceptibles d'entraver le mécanisme de transmission des signaux de politique monétaire à l'économie. Pour assurer une transmission homogène et sans heurts de ces signaux, la BCE a adopté un certain nombre de mesures non conventionnelles de politique monétaire entre août et décembre 2011 (cf. encadré 1).

### Encadré 1

#### LES MESURES NON CONVENTIONNELLES EN 2011<sup>1</sup>

Des détériorations sensibles de plusieurs compartiments des marchés financiers de la zone euro ont amené la BCE à introduire un certain nombre de mesures non conventionnelles de politique monétaire au second semestre 2011. Les tensions sur les marchés des obligations d'État qui étaient largement circonscrites à la Grèce, à l'Irlande et au Portugal se sont propagées à l'Italie et à l'Espagne, puis aux autres pays de la zone euro (cf. graphique). Ces évolutions reflètent, entre autres, des questions de soutenabilité budgétaire, en particulier pour certains pays de la zone euro, des préoccupations concernant les perspectives de l'économie mondiale, et l'incertitude relative aux modalités de l'aide financière européenne aux pays les plus touchés par la crise de

<sup>1</sup> Pour plus d'information sur la réponse de la BCE à la crise financière au second semestre 2011, cf. les encadrés intitulés *Les marchés financiers début août 2011 et les mesures de politique monétaire de la BCE* du *Bulletin mensuel* de la BCE de septembre 2011, et *Mesures de politique monétaire non conventionnelles supplémentaires décidées par le Conseil des gouverneurs le 8 décembre 2011* du *Bulletin mensuel* de la BCE de décembre 2011.

la dette souveraine, notamment la possibilité d'une participation du secteur privé. Les graves perturbations observées sur les marchés de la dette souveraine au second semestre 2011 ont également affecté le marché monétaire de la zone euro.

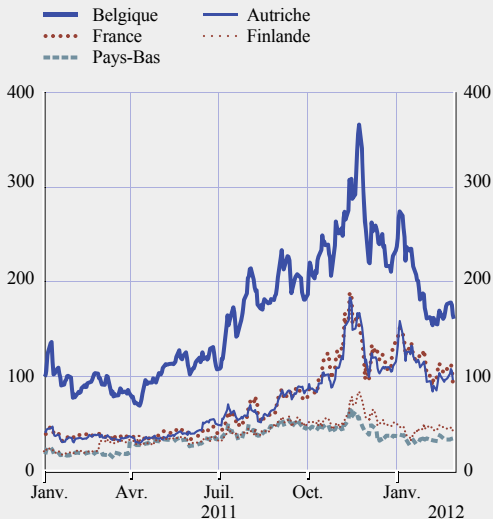
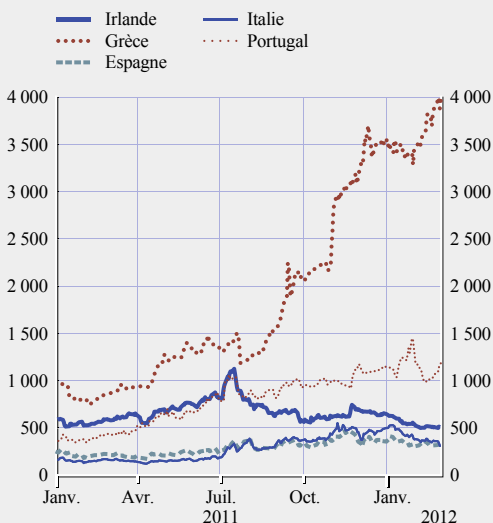
Ces évolutions ont amené le Conseil des gouverneurs de la BCE à adopter un certain nombre de mesures non conventionnelles à compter d'août 2011, destinées à prévenir des perturbations des marchés financiers semblables à celles observées après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Sans ces mesures, les évolutions des marchés financiers auraient eu des conséquences négatives pour la transmission des impulsions de politique monétaire et, *in fine*, pour le maintien de la stabilité des prix à moyen terme dans l'ensemble de la zone euro.

En août 2011, le Conseil des gouverneurs a annoncé que l'Eurosystème continuerait à fournir de la liquidité aux banques sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, au moins jusque début 2012. De plus, une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois environ a été introduite.

En outre, la BCE a annoncé qu'elle réactiverait son Programme pour les marchés de titres (*Securities Markets Programme*). Ce programme a été introduit en mai 2010 afin de favoriser la transmission des décisions de politique monétaire dans un contexte de perturbations sur certains compartiments des marchés financiers, et de garantir ainsi la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro. Aucun achat n'a été effectué dans le cadre du programme depuis fin mars 2011, mais des risques significatifs de dysfonctionnement de certains marchés de titres de créances publics et de propagation des tensions à d'autres marchés sont apparus à partir d'août. La matérialisation de ces risques aurait eu une grave incidence sur l'accès au financement au sein de l'économie de la zone euro. Par cette décision de procéder de nouveau à des interventions dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, le Conseil des gouverneurs a pris acte, entre autres, de l'engagement pris par les gouvernements de la zone euro de respecter leurs objectifs budgétaires et des annonces faites par certains de ces gouvernements concernant les nouvelles mesures

### Écarts de rendement des obligations d'État

(points de base)



Source : Thomson Reuters

Notes : Les écarts correspondent à la différence entre les rendements des obligations d'État à dix ans et le rendement d'une obligation à dix ans de l'État allemand. Il n'existe pas de données comparables pour les pays de la zone euro non représentés sur le graphique.

et réformes en matière de politiques budgétaire et structurelle. Les modalités du Programme pour les marchés de titres demeurent inchangées : les achats d'obligations d'État par l'Eurosystème sont strictement limités aux marchés secondaires ; les effets d'apport de liquidité résultant des achats d'obligations dans le cadre du Programme pour les marchés de titres sont intégralement stérilisés par le biais d'opérations spécifiques visant à réabsorber la liquidité ; et le Programme pour les marchés de titres, à l'instar de toutes les autres mesures non conventionnelles de politique monétaire, est de nature temporaire. Fin 2011, le montant de l'encours des obligations réglées dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, enregistré au bilan de l'Eurosystème, s'élevait à 211,4 milliards d'euros.

Le 15 septembre, suite à des difficultés de financement en dollars, le Conseil des gouverneurs a annoncé trois opérations d'apport de liquidité en dollars d'une durée de trois mois environ couvrant la fin de l'année, mesure décidée en coordination avec les autres grandes banques centrales. Ces opérations ont pris la forme d'opérations de pension contre remise de garanties éligibles.

Le 6 octobre, deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires ont été annoncées : l'une en octobre 2011, d'une durée d'environ 12 mois, et l'autre en décembre 2011, d'une durée d'environ 13 mois. Le Conseil des gouverneurs a également indiqué en octobre que les procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, continueraient d'être utilisées pour l'adjudication de toutes les opérations de refinancement au moins jusqu'à la fin du premier semestre 2012. Ces mesures ont été prises en vue de soutenir le financement interbancaire, ce qui devrait encourager les banques à continuer à accorder des prêts aux ménages et aux sociétés non financières. En outre, un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées a été annoncé, permettant à l'Eurosystème d'effectuer des achats pour un montant attendu de 40 milliards d'euros sur les marchés primaire et secondaire entre novembre 2011 et octobre 2012. Fin 2011, l'encours des obligations réglées dans le cadre de ce programme s'élevait à 3,1 milliards d'euros.

Le 30 novembre, la BCE a annoncé une action coordonnée avec d'autres banques centrales pour accroître leur capacité à fournir un soutien en liquidité au système financier mondial par le biais d'accords de *swap* de liquidité. De plus, la tarification du dispositif temporaire actuel de *swaps* en dollars a été abaissée de 50 points de base. L'objectif de cette action était, *in fine*, de limiter les effets des tensions sur les marchés financiers sur l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises.

Le 8 décembre, le Conseil des gouverneurs a annoncé des mesures supplémentaires de soutien renforcé du crédit en faveur du crédit bancaire et de la liquidité sur le marché monétaire de la zone euro. En particulier, il a décidé d'effectuer deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans et assorties d'une option de remboursement anticipé après un an. La disponibilité des garanties a été accrue en abaissant le seuil de notation pour certains titres adossés à des actifs et en autorisant les BCN à accepter temporairement en garantie des créances privées performantes supplémentaires (à savoir les prêts bancaires) respectant des critères d'éligibilité spécifiques. En outre, le taux des réserves a été ramené de 2 % à 1 %. Enfin, les opérations de réglage fin réalisées le dernier jour de chaque période de constitution ont été suspendues. La première opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, effectuée le 21 décembre 2011, a fourni 489,2 milliards d'euros aux banques, tandis que la seconde, réalisée le 29 février 2012, a injecté des liquidités à hauteur de 529,5 milliards d'euros.

La croissance du PIB en volume, qui était ressortie à 1,8 % en 2010, s'est poursuivie en 2011, mais à un rythme un peu plus lent. La croissance trimestrielle du PIB en volume a été soutenue au premier trimestre 2011, mais cette robustesse s'explique en partie par des facteurs exceptionnels tels que le redressement de l'activité dans la construction, qui avait été atone vers fin 2010 en raison de conditions météorologiques particulièrement rigoureuses. Avec la dissipation de ces facteurs, le taux de croissance trimestriel du PIB en volume a sensiblement diminué au deuxième trimestre, reflétant également les répercussions du séisme qui a frappé le Japon. Au second semestre, la croissance du PIB en volume a été très faible.

L'inflation s'est maintenue tout au long de l'année à des niveaux élevés, ressortant en moyenne à 2,7 % en 2011, après 1,6 % en 2010. Le taux de variation mensuelle de l'IPCH s'est inscrit en hausse progressive, passant de 2,3 % en janvier à un point haut de 3,0 % de septembre à novembre, avant de diminuer en décembre, à 2,7 %, reflétant principalement les évolutions des prix de l'énergie et des autres matières premières. Les anticipations d'inflation à moyen et long termes sont restées solidement ancrées à des niveaux compatibles avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Après une croissance relativement faible de M3 en 2010 (1,7 %), le rythme d'expansion monétaire dans la zone euro s'est progressivement accéléré au cours des trois premiers trimestres de 2011, pour atteindre 2,9 % en rythme annuel en septembre 2011. Toutefois, les tensions sur les marchés financiers et les pressions s'exerçant sur les banques pour qu'elles ajustent leurs bilans, en particulier en liaison avec les exigences de fonds propres, ont freiné la dynamique monétaire à l'automne, entraînant un recul du taux de croissance annuel de M3 à 1,5 % en décembre. Le profil d'évolution mensuel de la croissance de M3 en 2011 a été fortement influencé par les opérations interbancaires menées par l'intermédiaire de contreparties centrales, qui font

partie du secteur détenteur de monnaie. Au total, le rythme d'expansion monétaire sous-jacent est resté modéré sur l'ensemble de l'année.

### **MONTÉE DES TENSIONS INFLATIONNISTES AU PREMIER SEMESTRE 2011**

Si l'on examine plus en détail les décisions de politique monétaire prises en 2011, l'économie de la zone euro a entamé l'année avec une dynamique de fond positive de la croissance et des risques globalement équilibrés, dans un contexte d'incertitude élevée. Selon les prévisions, les exportations de la zone devaient être soutenues par l'expansion de l'économie mondiale. La demande du secteur privé était également censée contribuer de plus en plus à la croissance économique, au vu du niveau satisfaisant de la confiance des chefs d'entreprise, de l'orientation accommodante de la politique monétaire et des mesures adoptées pour améliorer le fonctionnement du système financier. Ce scénario ressortait également des projections macroéconomiques de mars 2011 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablaient sur une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre 1,3 % et 2,1 % en 2011 et entre 0,8 % et 2,8 % en 2012.

Dans le même temps, on constatait des tensions à la hausse sur l'inflation globale, principalement liées aux cours des matières premières, tensions également perceptibles en amont de la chaîne de production. Compte tenu de la dynamique de fond favorable de la croissance, cela aurait pu provoquer des effets de second tour et des tensions inflationnistes plus généralisées. Les projections macroéconomiques de mars 2011 établies par les services de la BCE prévoyaient une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 2,0 % et 2,6 % pour 2011 et entre 1,0 % et 2,4 % pour 2012, ce qui correspondait à un déplacement vers le haut par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2011 des services de l'Eurosystème, principalement en raison du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires.

Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a indiqué, en mars, que les risques pesant sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme

étaient orientés à la hausse, après avoir considéré, au cours des deux premiers mois de 2011, que ces risques étaient globalement équilibrés mais susceptibles de s'orienter à la hausse. Dans ces conditions, le Conseil des gouverneurs a souligné qu'il était prêt à agir de manière résolue et en temps opportun pour éviter que les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme ne se matérialisent. Ces risques tenaient, en particulier, à des renchérissements plus importants qu'attendu des matières premières, mais aussi à des majorations de la fiscalité indirecte et des relèvements des prix administrés plus substantiels que prévu, en raison de l'assainissement budgétaire auquel il faudrait nécessairement procéder au cours des années suivantes, et à des tensions plus fortes qu'attendu sur les prix intérieurs dans le contexte de la reprise de l'activité qui était en cours.

Un recoupement des conclusions de l'analyse économique avec les signaux émanant de l'analyse monétaire indiquait que le rythme d'expansion monétaire sous-jacent restait modéré. Dans le même temps, le faible niveau de la croissance de la monnaie et du crédit n'avait jusque-là entraîné qu'une résorption partielle des importants montants de liquidité monétaire accumulés dans l'économie avant la période de tensions financières. Cette situation était susceptible de faciliter la matérialisation des tensions sur les prix apparues à l'époque sur les marchés de matières premières sous l'effet de la vigueur de la croissance économique mondiale et de l'abondance de la liquidité liée aux politiques monétaires expansionnistes observées au niveau international.

Compte tenu des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix identifiés dans le cadre de l'analyse économique et afin d'assurer un ancrage solide des anticipations d'inflation à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les taux directeurs de la BCE de 25 points de base lors de sa réunion du 7 avril 2011, après les avoir maintenus inchangés à des niveaux historiquement bas pendant près de deux ans. Il était considéré

comme primordial que l'accentuation de la hausse de l'IPCH n'entraîne pas des effets de second tour se traduisant ensuite par des tensions inflationnistes généralisées à moyen terme. Compte tenu du bas niveau des taux d'intérêt sur l'ensemble des échéances, l'orientation de la politique monétaire est restée accommodante et a continué d'apporter un soutien considérable à l'activité économique et à la création d'emplois.

Un certain affaiblissement de l'activité était attendu un peu plus tard au deuxième trimestre, après la forte hausse du PIB en volume de la zone euro enregistrée au premier trimestre, mais l'on estimait que la dynamique de fond de l'activité économique dans la zone euro restait positive. La robustesse de l'activité au premier trimestre 2011 a entraîné une révision en hausse de la projection de croissance du PIB en volume pour 2011 dans les projections macroéconomiques de juin 2011 établies par les services de l'Eurosystème, la nouvelle fourchette pour 2011 étant comprise entre 1,5 % et 2,3 %, alors que la fourchette retenue pour 2012 restait largement inchangée. Les pressions à la hausse sur l'inflation exercées par les prix des matières premières ont persisté, ces tensions étant également perceptibles en amont de la chaîne de production. Cette situation s'est reflétée dans une révision en hausse des fourchettes définies pour l'augmentation annuelle de l'IPCH figurant dans les projections macroéconomiques de juin 2011 établies par les services de l'Eurosystème : la fourchette prévue pour 2011 était comprise entre 2,5 % et 2,7 %, tandis que l'intervalle de projection pour 2012, compris entre 1,1 % et 2,3 %, se resserrait par rapport aux projections établies en mars 2011 par les services de la BCE. En dépit d'une certaine volatilité à court terme, la croissance de M3 a continué de se renforcer au cours du deuxième trimestre, et le taux de progression annuel des prêts au secteur privé s'est également légèrement accentué au cours de cette période, ce qui tendait à indiquer un redressement progressif du rythme d'expansion monétaire sous-jacent. Dans le même temps, la liquidité

monétaire est demeurée abondante, ce qui était susceptible de faciliter la matérialisation des tensions sur les prix dans la zone euro.

À la lumière de ces évolutions, le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base lors de sa réunion du 7 juillet 2011. De plus, le Conseil des gouverneurs a estimé que la politique monétaire restait accommodante, compte tenu du bas niveau des taux d'intérêt sur l'ensemble des échéances.

#### **L'INTENSIFICATION DE LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE À PARTIR D'AOUT 2011**

La situation macroéconomique dans la zone euro s'est dégradée à compter de l'été 2011, avec un regain de tensions sur les marchés des obligations d'État de la zone lié principalement aux préoccupations des intervenants de marché relatives à plusieurs facteurs. Il s'agissait notamment des perspectives de croissance mondiale, de la soutenabilité des finances publiques dans certains pays de la zone euro et de ce qui était généralement perçu comme une réaction insuffisante des gouvernements à la crise de la dette souveraine. Les écarts de rendement sur certains marchés de la dette souveraine de la zone ont atteint des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 1999. D'autres marchés, notamment le marché monétaire, ont également été affectés.

Cette évolution a exercé une incidence nettement défavorable sur les conditions de financement et le climat économique, ce qui, dans le contexte d'une modération de la dynamique de la croissance mondiale et du processus d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non-financier, a freiné la dynamique de fond de la croissance dans la zone euro au quatrième trimestre 2011 et au-delà. En conséquence, les anticipations relatives à la croissance du PIB en volume pour 2012 ont été progressivement révisées à la baisse à l'automne 2011. Alors que les projections macroéconomiques de septembre 2011 établies par les services de la BCE tablaient encore sur une croissance annuelle du PIB en volume

comprise entre 0,4 % et 2,2 % en 2012, les projections de décembre 2011 établies par les services de l'Eurosystème retenaient une fourchette beaucoup plus basse, comprise entre -0,4 % et 1,0 %. Le Conseil des gouverneurs a estimé que d'importants risques à la baisse pesaient sur les perspectives économiques de la zone euro, dans un contexte d'incertitude élevée.

Tandis que l'inflation est demeurée à des niveaux élevés au second semestre 2011, il était prévu qu'elle diminuerait en 2012 pour revenir à un niveau inférieur à 2 %, parallèlement à la modération des tensions sur les coûts, les salaires et les prix dans un contexte de ralentissement de la croissance dans la zone euro et dans le monde. Les projections macroéconomiques de décembre 2011 établies par les services de l'Eurosystème prévoyaient une fourchette de hausse de l'IPCH en rythme annuel comprise entre 1,5 % et 2,5 % en 2012 et entre 0,8 % et 2,2 % en 2013. La fourchette retenue pour 2012 était un peu plus élevée que celle des projections macroéconomiques de septembre 2011 établies par les services de la BCE qui tablaient sur une hausse de prix comprise entre 1,2 % et 2,2 % en 2012. Ce relèvement de la fourchette reflétait le renchérissement du pétrole en euros et une contribution plus importante de la fiscalité indirecte, qui ont plus que compensé l'effet modérateur du ralentissement de l'activité. Les risques pesant sur ces perspectives d'inflation étaient jugés globalement équilibrés.

L'incertitude accrue sur les marchés financiers a également affecté les évolutions monétaires, un ralentissement de la croissance de M3 ayant été observé vers fin 2011. Cette modération s'est accompagnée d'indices d'évolutions moins favorables du crédit, en particulier s'agissant des prêts au secteur privé non financier. Les effets sur l'offre de crédit étant susceptibles de se manifester de manière décalée, on a estimé qu'un suivi très attentif des évolutions du crédit s'imposait. Globalement, le rythme sous-jacent d'expansion monétaire et du crédit est resté modéré.

Le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser les taux directeurs de la BCE de 25 points de base lors de ses réunions du 3 novembre et du 8 décembre 2011. Ces mesures ont été jugées essentielles pour garantir un ancrage solide des anticipations d'inflation dans la zone euro à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

## 2 LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES, MONÉTAIRES ET ÉCONOMIQUES

### 2.1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE MONDIAL

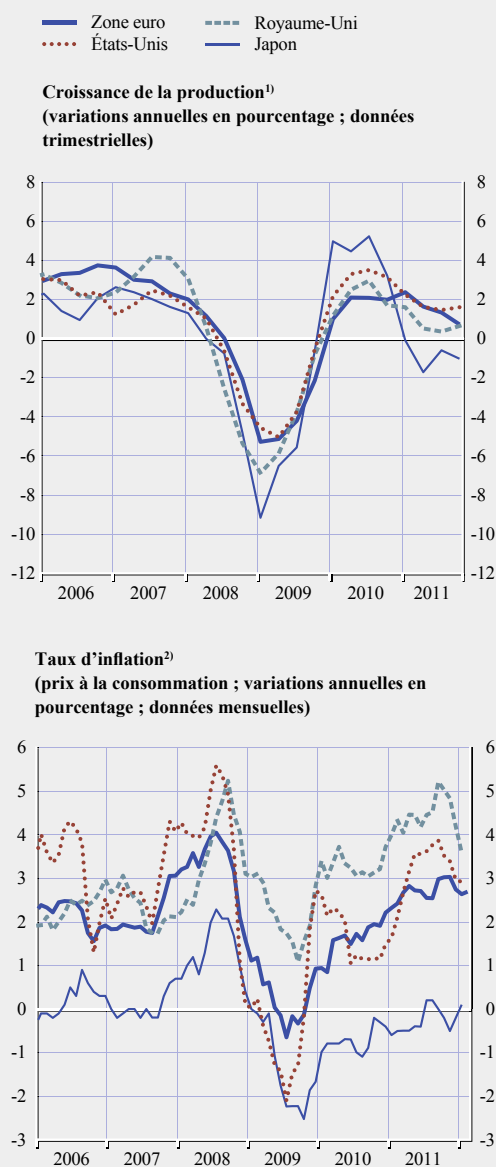
#### LE RYTHME DE LA CROISSANCE MONDIALE S'EST RALENTI EN 2011

Début 2011, les indicateurs tirés d'enquêtes ont montré que le raffermissement de la croissance économique mondiale, survenu au dernier trimestre 2010, se poursuivait au premier trimestre 2011, l'indice des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale atteignant un sommet d'après-crise financière de 59,4 en février. Plusieurs événements défavorables imprévus ont toutefois quelque peu ralenti le rythme de la croissance économique mondiale durant le premier semestre 2011. Le séisme qui a ravagé le nord-est du Japon a non seulement exercé une influence directe sur l'activité économique japonaise, mais il s'est également propagé au reste du monde au travers des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales. En outre, la hausse des cours des matières premières a comprimé les revenus réels dans les grandes économies avancées. La différence au niveau des profils de croissance a persisté, non seulement entre les économies avancées et émergentes, mais également entre les économies avancées elles-mêmes. Dans les économies émergentes, la croissance est demeurée relativement robuste, même si elle s'est quelque peu modérée durant la dernière partie de l'année, ce qui a à son tour contribué à atténuer le développement de risques de surchauffe. Dans les économies avancées, la poursuite du redressement des bilans des secteurs public et privé et les faiblesses persistantes des marchés du travail et de l'immobilier ont continué de saper la croissance (cf. graphique 2). Nonobstant des différences entre les économies avancées en ce qui concerne les évolutions sur le marché du travail, le taux de chômage dans les pays de l'OCDE est demeuré élevé.

Au second semestre 2011, la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs a continué de se détériorer, dans un contexte d'incertitude avivée et de tensions accrues sur les marchés financiers, sur fond d'escalade de la crise de la

dette souveraine dans la zone euro et de longs débats sur le plafond de la dette américaine. Ces évolutions ont dans une certaine mesure

**Graphique 2 Principales évolutions dans les grandes économies avancées**



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



atténué l'impulsion positive imprimée par la résorption des perturbations de l'offre qui avaient fait suite au tremblement de terre survenu au Japon en mars. Dans l'ensemble, la dynamique de fond de la croissance de l'économie mondiale s'est affaiblie. À la fin de l'année, toutefois, les données publiées comme les indicateurs tirés d'enquêtes montraient les premiers signes d'une stabilisation de l'activité économique mondiale.

Dès lors, conformément aux évolutions de l'activité économique mondiale, le rebond du volume des échanges mondiaux de marchandises observé au dernier trimestre 2010 s'est poursuivi au premier trimestre 2011. Au deuxième trimestre, les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement mondiales provoquées par les catastrophes naturelles au Japon ont entraîné une contraction du commerce mondial, la première depuis mi-2009. Bien que ce ralentissement ait été observé dans toutes les régions, le recul des exportations le plus prononcé a été enregistré au Japon et dans les pays nouvellement industrialisés d'Asie. Même si la résorption des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement a soutenu le commerce mondial au troisième trimestre 2011, la dynamique des échanges mondiaux, en phase avec l'activité mondiale, a été faible au second semestre de l'année. Les inondations en Thaïlande ont elles aussi exercé une incidence négative sur le commerce. À la fin de l'année, toutefois, l'indice mondial des directeurs d'achat concernant les nouvelles commandes à l'exportation suggérait une certaine stabilisation du commerce mondial.

S'agissant de l'évolution des prix, le taux d'inflation annuel dans les économies avancées s'est progressivement accru en 2011, avant de s'inscrire en modeste recul au dernier trimestre. Dans l'ensemble, les tensions inflationnistes sous-jacentes dans les économies avancées sont demeurées relativement contenues. Dans les pays de l'OCDE, la hausse globale moyenne des prix à la consommation s'est établie à 2,9 % en 2011, contre 1,9 % en 2010. La hausse moyenne des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie s'est

élevée à 1,7 %, contre 1,3 % en 2010. Dans les économies émergentes, les taux d'inflation annuels ont légèrement baissé au quatrième trimestre 2011, ce qui a incité certaines banques centrales à cesser leur cycle de resserrement monétaire. Les tensions inflationnistes sous-jacentes ont néanmoins persisté.

### ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a poursuivi son redressement en 2011, fût-ce à un rythme plus lent qu'en 2010. Le PIB en volume a progressé de 1,7 %, contre 3,0 % un an plus tôt. La croissance a été atone au premier semestre 2011 car elle a été affectée par la réduction des dépenses publiques aux niveaux des États tant fédéral que fédérés, ainsi que par les facteurs externes défavorables temporaires précités. Au second semestre de l'année, la croissance économique s'est accélérée, tandis que la consommation privée a augmenté, nonobstant le bas niveau de la confiance des consommateurs et la faible progression du revenu disponible. Les dépenses d'investissement non résidentiel, soutenues par les bénéfices élevés des entreprises et par des taux d'intérêt très bas, ont continué de largement alimenter la croissance. En outre, les dépenses d'investissement résidentiel semblent avoir atteint leur niveau le plus bas, et leur contribution à la croissance du PIB a été positive dès le deuxième trimestre 2011. En termes nets, le commerce a apporté une modeste contribution positive à la croissance. Le déficit du compte de transactions courantes s'est établi aux alentours de 3,2 % du PIB pour les trois premiers trimestres 2011 (soit un niveau quasiment inchangé par rapport à 2010). S'agissant du marché de l'emploi, la progression de l'emploi a été insuffisante pour compenser les pertes d'emplois enregistrées en 2008 et en 2009 et pour faire baisser sensiblement le taux de chômage, qui a atteint 8,9 % en moyenne en 2011, contre 9,6 % en 2010.

Nonobstant l'atonie des marchés des produits et du travail, l'inflation globale a été élevée en 2011, en raison, plus particulièrement, du renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie. La hausse annuelle de l'IPC a atteint

3,1 % en 2011, contre 1,6 % un an plus tôt. Hors produits alimentaires et énergie, la hausse de l'IPC s'est établie à 1,7 % en moyenne, contre 1 % l'année précédente, inversant ainsi la tendance baissière qui s'était amorcée lorsque l'activité économique s'était ralentie en 2008.

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 2011, invoquant la faiblesse des niveaux d'utilisation des capacités de production et la médiocrité des perspectives d'inflation à moyen terme. En ce qui concerne les perspectives relatives au taux des fonds fédéraux, le Comité fédéral de l'*open market* s'est montré plus explicite dans sa déclaration d'août, affirmant que la situation économique attendue justifierait probablement le maintien du taux à des niveaux exceptionnellement bas « au moins jusqu'à mi-2013 », alors qu'il évoquait précédemment « une période prolongée ». En juin 2011, le Comité fédéral de l'*open market* a achevé un programme d'achat, entamé en novembre 2010, de titres du Trésor à long terme, pour un montant de 600 milliards de dollars des États-Unis. Eu égard à la lenteur de la croissance économique et aux faiblesses persistantes sur le marché du travail, le Comité fédéral de l'*open market*, poursuivant le double objectif d'exercer des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme et de contribuer à rendre les conditions financières générales plus accommodantes, a décidé, en septembre 2011, d'allonger la durée moyenne des titres qu'il détient en portefeuille.

S'agissant de la politique budgétaire, le déficit budgétaire fédéral s'est légèrement allégé, revenant à 8,7 % du PIB en 2011, contre 9,0 % l'année précédente. Il en a résulté une nouvelle augmentation de la dette fédérale détenue par le public, qui a atteint 68 % du PIB fin 2011, contre 63 % fin 2010. Mi-2011, à la suite d'un regain de tensions suscitées par le désaccord politique et par le risque que l'État ne soit incapable d'honorer ses engagements, un accord

bipartite a été conclu, par lequel la limite fixée pour la dette publique américaine était relevée, moyennant un programme de réduction du déficit de quelque 2 100 milliards de dollars des États-Unis en dix ans. Il y avait cependant toujours d'importantes divergences entre les partis à propos des mesures à prendre pour réduire le déficit, ce qui a accru l'incertitude entachant les perspectives mondiales.

## JAPON

En 2011, le profil de croissance du Japon a été fortement affecté par le tremblement de terre survenu en mars et par l'accident nucléaire qui s'est ensuivi. Juste après ceux-ci, la production et les exportations se sont vivement contractées, et la demande intérieure privée a considérablement faibli. Il en a résulté une baisse prononcée du PIB en volume au premier semestre 2011. Les contraintes pesant sur l'offre induites par le tremblement de terre se sont relâchées plus vite qu'attendu, entraînant un rebond de l'activité économique au troisième trimestre. Durant le dernier trimestre de l'année, toutefois, le PIB en volume s'est une nouvelle fois contracté, reflétant un tassement de la demande mondiale et la perturbation des échanges commerciaux de l'Asie due aux inondations en Thaïlande. La médiocrité des exportations, imputable en partie à l'appréciation du yen, et le gonflement des importations de matières premières à la suite du tremblement de terre ont été à l'origine du premier déficit annuel du solde commercial depuis 1980. L'économie a continué d'être confrontée à un environnement déflationniste. La hausse de l'IPC est demeurée négative durant la plus grande partie de 2011.

À la suite de ces catastrophes, la Banque du Japon a immédiatement fourni des liquidités d'urgence à court terme, renforcé son programme d'achat d'actifs et introduit un programme de soutien aux prêts aux institutions financières établies dans les régions touchées. Tout au long de 2011, la Banque du Japon a poursuivi l'orientation accommodante de sa politique monétaire, afin de stimuler l'économie et de lutter contre la déflation, maintenant le taux objectif de l'argent

au jour le jour sur le marché des prêts en blanc au sein d'une fourchette comprise entre 0,0 et 0,1 %. En outre, les autorités japonaises ont procédé à des interventions sporadiques sur les marchés des changes, le but étant d'empêcher une appréciation rapide du yen. S'agissant de la politique budgétaire, le gouvernement a approuvé quatre rallonges budgétaires, pour un montant total de 20 700 milliards de yens (soit environ 4,4 % du PIB), lesquelles étaient dans une large mesure destinées à apporter une aide immédiate et à soutenir les efforts de reconstruction.

### ÉCONOMIES ÉMERGENTES ASIATIQUES

La croissance économique dans les économies émergentes asiatiques s'est ralentie en 2011, faisant suite à une expansion exceptionnellement vive l'année précédente. Les exportations se sont sensiblement tassées au second semestre de l'année, dans un contexte de modération de la croissance mondiale. En outre, les inquiétudes quant aux perspectives mondiales ont alimenté la volatilité des marchés financiers et entraîné d'importantes sorties de capitaux de cette région vers la fin de l'année. La demande intérieure, même si elle a faibli à la suite du retrait progressif des mesures de relance, est néanmoins demeurée vigoureuse. La progression annuelle du PIB s'est établie à 7,3 %, soit un niveau proche de sa moyenne de long terme.

Les tensions inflationnistes sont demeurées vives dans la région en 2011. Les taux d'inflation ont augmenté au cours des deux premiers trimestres, initialement en raison du renchérissement des produits alimentaires et des autres matières premières, mais, par la suite, la hausse des prix s'est généralisée. Au troisième trimestre, l'inflation a toutefois atteint un sommet, les pressions au niveau de l'inflation importée comme de la demande intérieure se relâchant. Au vu du ralentissement de l'inflation, associé aux perspectives de croissance moins favorables, les banques centrales ont cessé au quatrième trimestre le cycle de resserrement monétaire qu'elles avaient entamé au second semestre 2010. Toutefois, même si les risques

de surchauffe se sont sensiblement réduits, ils n'avaient pas encore complètement disparu à la fin de l'année.

S'agissant de l'économie chinoise, la croissance du PIB en volume est revenue de 10,3 % en 2010 à 9,2 % en 2011. La croissance a essentiellement été tirée par la demande intérieure, tandis que la contribution des exportations nettes est devenue négative. La demande intérieure a été alimentée par l'abondance des liquidités constituées les années précédentes. La construction a été soutenue par le programme de logements sociaux des pouvoirs publics de 2011, lequel prévoyait d'offrir 36 millions de nouveaux logements avant fin 2015. L'inflation est demeurée élevée durant l'année, essentiellement en raison du haut niveau des cours des matières premières et de chocs d'offre intérieurs défavorables touchant les produits alimentaires, mais elle est retombée à 3,1 % à la fin de l'année. Étant donné la détérioration des perspectives économiques, les autorités ont abaissé le quotient des réserves obligatoires des banques d'un demi-point de pourcentage en décembre 2011, et elles ont mis en œuvre des mesures budgétaires et monétaires destinées à soutenir les petites et moyennes entreprises. La croissance des exportations a sensiblement reculé au second semestre de l'année, principalement à la suite de l'affaiblissement de la croissance mondiale. La progression des importations a relativement bien résisté, grâce à la vigueur de la demande intérieure. Dès lors, l'excédent commercial s'est rétréci, retombant à 155 milliards de dollars des États-Unis en 2011, contre 181 milliards l'année précédente. En termes effectifs nominaux, le yuan renminbi s'est apprécié de 5,5 % en 2011. Fin 2011, les réserves de change de la Chine atteignaient 3 200 milliards de dollars des États-Unis.

### AMÉRIQUE LATINE

L'activité économique en Amérique latine a continué de progresser à un rythme soutenu au premier semestre 2011, fût-il plus lent qu'en 2010. Pour l'ensemble de la région, le taux de croissance, en glissement annuel, s'est

établi à 4,9 % au premier semestre 2011, contre 6,3 % en 2010. Le fléchissement de la croissance du PIB en volume tient essentiellement au ralentissement de l'expansion de la demande intérieure, qui s'explique lui-même par le resserrement de l'orientation de la politique monétaire dans la plupart des pays de la région. Cette évolution a en partie été compensée par la contribution moins négative de la demande extérieure. La consommation privée est restée le principal moteur de la croissance, les conditions régnant sur le marché du travail demeurant favorables et les normes d'octroi de prêts souples. Les investissements ont toutefois constitué la composante la plus dynamique de la demande intérieure. S'agissant des évolutions propres aux différents pays, les pays exportateurs de matières premières sont, en particulier, restés les plus dynamiques. La vigueur de la croissance en Amérique latine, associée au renchérissement des produits alimentaires, a entraîné un alourdissement généralisé des tensions inflationnistes. L'inflation globale s'est établie à 6,7 % au premier semestre 2011 (soit 0,3 point de pourcentage de plus qu'en 2010), ce qui a incité plusieurs banques centrales à relever leurs taux directeurs au cours de cette période.

Au second semestre 2011, les conditions extérieures se sont rapidement détériorées, tandis que les tensions sur les marchés financiers ont empiré et que les perspectives de reprise économique mondiale ont été sensiblement revues à la baisse. Dans ce contexte, on a assisté à une nette inversion des flux de capitaux quittant l'Amérique latine, qui s'est traduite par de vives dépréciations des taux de change et par une dégradation des indicateurs financiers, comme les cours boursiers et les écarts souverains. Ces évolutions ont également donné lieu à une nouvelle contraction de l'activité économique dans la plupart des pays de la région, tandis que les tensions inflationnistes sont demeurées élevées. Le resserrement de la politique monétaire s'est interrompu dans la plupart des pays de la région, reflétant l'accroissement de l'incertitude. Au Brésil, la banque centrale a réduit son taux directeur de 150 points de base durant

le second semestre 2011, alors que celui-ci avait globalement été relevé de 175 points de base au cours du premier semestre.

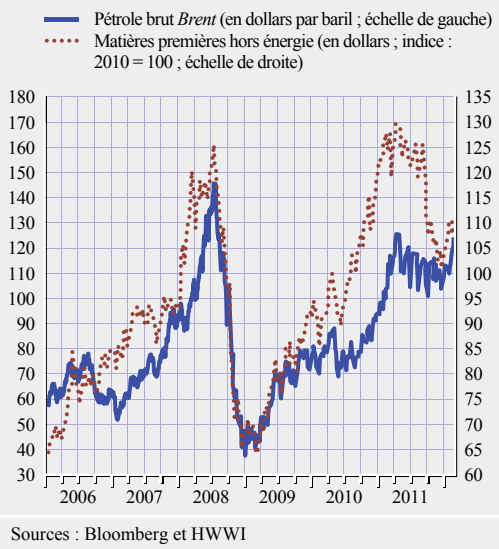
### **LES ÉVOLUTIONS DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES ONT ÉTÉ CONTRASTÉES EN 2011**

Le cours du pétrole brut de type *Brent* s'est établi en moyenne à 111 dollars des États-Unis le baril en 2011, soit 38 % au-delà de sa moyenne de 2010 et la plus forte hausse annuelle moyenne depuis 2005. Après avoir fortement augmenté, jusqu'à atteindre un pic de 126 dollars des États-Unis le baril le 2 mai 2011, les cours du pétrole se sont repliés, revenant à 108 dollars des États-Unis le baril fin décembre 2011, contre 93 dollars des États-Unis le baril début janvier 2011.

La forte tendance haussière des cours du pétrole qui s'était amorcée en septembre 2010 s'est poursuivie jusque début mai 2011, montrant de nettes similitudes avec l'augmentation des cours du pétrole qui avait été enregistrée entre 2007 et mi-2008. Le renchérissement était porté par un accroissement de la demande mondiale de pétrole et par les graves perturbations de l'offre de pétrole en provenance de Libye dues aux turbulences politiques dans cette région. En outre, les interruptions dans l'offre de pétrole émanant des pays hors OPEP, supérieures aux anticipations, ont encore exacerbé les tensions au niveau de l'offre et de la demande, qui ont persisté durant la plus grande partie de l'année. C'est là la principale raison de la résistance des cours du pétrole au second semestre 2011, nonobstant un ralentissement de la croissance mondiale. Vers la fin de l'année, les cours du pétrole ont été soutenus par la montée des inquiétudes quant à une éventuelle grave perturbation de l'offre de pétrole en provenance d'Iran.

À l'inverse, les cours des matières premières non énergétiques, en particulier des métaux non ferreux, ont vivement reculé au cours de 2011 (cf. graphique 3), traduisant le plus souvent l'incertitude quant aux perspectives économiques mondiales et les conditions relativement accommodantes de l'offre. En termes agrégés,

**Graphique 3 Principales évolutions des prix des matières premières**



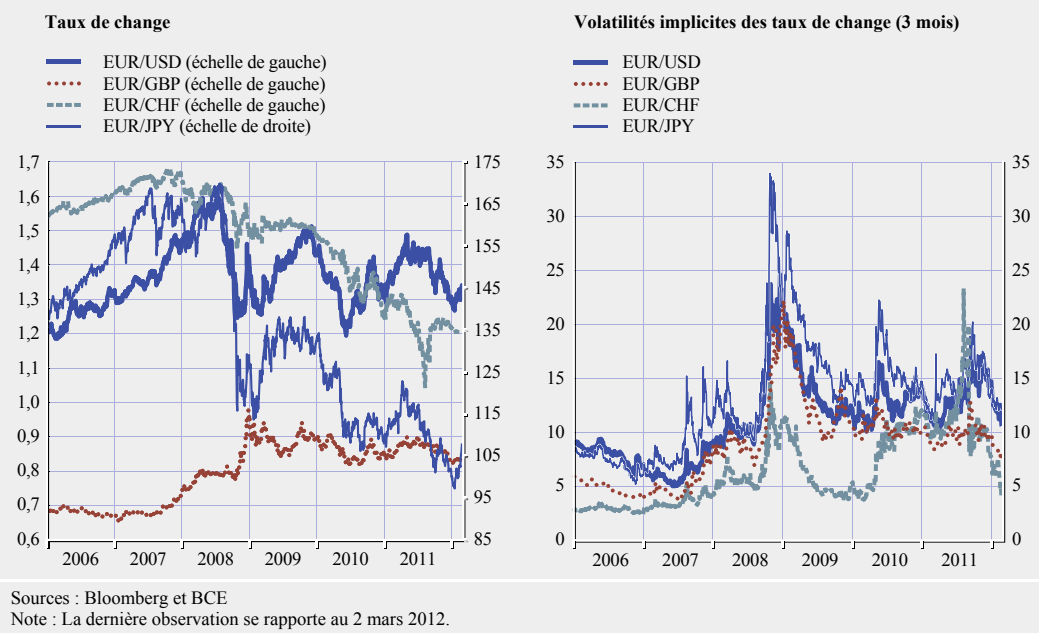
fin 2011, les cours des matières premières non énergétiques (libellés en dollars des États-Unis) avaient baissé de quelque 15 % par rapport au début de l'année.

**LE TAUX DE CHANGE EFFECTIF DE L'EURO A MODÉRÉMENT RECLÉ EN COURS D'ANNÉE, DANS UN CONTEXTE DE VOLATILITÉ ÉLEVÉE**

En 2011, les mouvements du taux de change de l'euro ont largement reflété l'évolution des perceptions des intervenants de marché quant aux perspectives économiques de la zone euro et aux perspectives budgétaires de ses pays membres par rapport à celles d'autres grandes économies. La légère dépréciation de l'euro a dès lors été marquée, comme elle l'avait été l'année précédente, par les niveaux élevés de la volatilité implicite (cf. graphique 4). Jusqu'en avril 2011, l'euro s'est globalement apprécié, mais il a ensuite commencé à reculer, et cette tendance baissière s'est renforcée à la fin de l'été, avant de s'interrompre en octobre, lorsque l'euro s'est sensiblement apprécié vis-à-vis du dollar des États-Unis et du yen japonais, dans un contexte de volatilité temporairement en baisse. L'affaiblissement de l'euro vis-à-vis de ces devises qui s'est ensuivi a été en partie compensé par un renforcement vis-à-vis d'autres monnaies, en particulier celles des économies d'Europe centrale et orientale. Dès lors, le taux de change

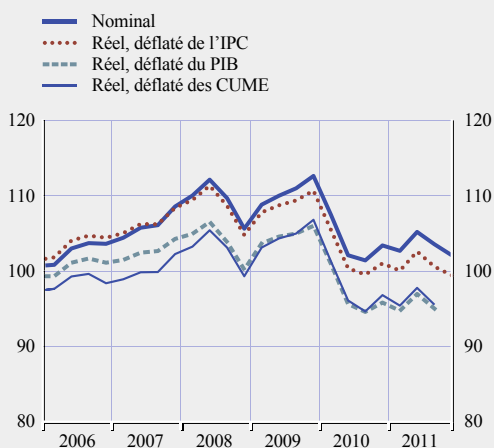
**Graphique 4 Évolutions des taux de change et de leurs volatilités implicites**

(données quotidiennes)



### Graphique 5 Taux de change effectifs nominal et réel de l'euro (TCE-20)<sup>1)</sup>

(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 2011 pour les rubriques « Nominal » et « Réel, déflaté de l'IPC » et au troisième trimestre 2011 pour les rubriques « Réel, déflaté du PIB » et « Réel, déflaté des CUME », et sont basées en partie sur des estimations. CUME correspond aux « Coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie ».

effectif nominal de l'euro vis-à-vis des monnaies des vingt principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est replié de 2,2 % en cours d'année (cf. graphique 5). Fin 2011, en termes effectifs nominaux, l'euro s'établissait 4,0 % en deçà de son niveau moyen de 2010, à un taux proche de sa moyenne depuis 1999.

Après s'être apprécié jusqu'en avril 2011, l'euro s'est globalement déprécié vis-à-vis du dollar des États-Unis au second semestre de l'année. Cette situation a reflété les modifications de la perception des perspectives pour les finances publiques dans certains pays de la zone euro comme aux États-Unis, de même que les variations des écarts de rendement entre ces deux économies. Le 30 décembre 2011, l'euro s'échangeait à USD 1,29, soit un taux inférieur de 3,2 % à celui observé début 2011 et de 2,4 % à sa moyenne de 2010.

En 2011, l'euro s'est également déprécié vis-à-vis du yen japonais et de la livre sterling. Le 30 décembre 2011, l'euro s'échangeait à

JPY 100,20, soit un taux en baisse de 7,8 % par rapport au début de l'année et de 13,9 % par rapport à sa moyenne de 2010. Ce même jour, il s'échangeait à GBP 0,84, soit un niveau en baisse de 3,0 % par rapport à celui en vigueur au début de l'année et de 2,7 % par rapport à son niveau moyen de 2010.

Le taux de change de l'euro vis-à-vis du franc suisse a fortement fluctué en 2011, tombant à un niveau historiquement bas en août, avant de s'apprécier jusqu'au début septembre, lorsque la Banque nationale suisse a unilatéralement annoncé un taux de change minimum de CHF 1,20. Le 30 décembre 2011, l'euro s'établissait à CHF 1,22, soit un taux inférieur de 2,8 % à son niveau du début de l'année et de 12,0 % à son niveau moyen de 2010.

S'agissant des autres principales devises, l'euro s'est déprécié en 2011 vis-à-vis du dollar australien (de 3,1 %), du dollar canadien (de 0,8 %) et de la couronne norvégienne (de 0,6 %). Il s'est également déprécié par rapport aux devises asiatiques liées au dollar des États-Unis, parmi lesquelles le yuan renminbi chinois (de 7,5 %) et le dollar de Hong Kong (de 3,2 %), mais il est demeuré inchangé face au won sud-coréen.

Les taux de change effectifs réels de l'euro calculés à partir de différents indices de coûts et de prix se sont accrus au premier semestre 2011, avant de se déprécier et de revenir à des niveaux proches de ceux observés fin 2010 (cf. graphique 5). Le taux de change effectif réel de l'euro déflaté de l'indice des prix à la consommation a, en moyenne, été plus faible en 2011 que l'année précédente et, fin 2011, il était proche de sa moyenne depuis 1999.

## 2.2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

### LA CROISSANCE MONÉTAIRE EST DEMEURÉE MODÉRÉE

Après s'être remise de l'atonie observée début 2010, la croissance de l'agrégat monétaire large s'est maintenue à des niveaux modérés

en 2011. Le rythme annuel d'expansion de M3, qui affichait 1,7 % en décembre 2010 est resté stable autour de 2 % au premier semestre 2011, ce qui cadre avec la croissance modeste de la demande agrégée. L'avivement des tensions sur les marchés financiers et l'incertitude économique qui ont caractérisé le second semestre de l'année ont encouragé les réaménagements de portefeuille tant au profit qu'au détriment des actifs monétaires. La volatilité à court terme du rythme annuel d'expansion de M3 a dès lors considérablement augmenté (elle a atteint 2,9 % en septembre 2011, avant de retomber à 1,5 % en décembre puis de rebondir pour s'établir à 2,5 % en janvier 2012). Les transactions (surtout interbancaires) recourant aux contreparties centrales, qui relèvent du secteur détenteur de monnaie, ont également entraîné à la hausse la volatilité des données mensuelles relatives à la monnaie et au crédit (cf. graphique 6).

Le taux de croissance annuel des concours au secteur privé (corrigé de l'incidence des cessions de prêts et de la titrisation) a également

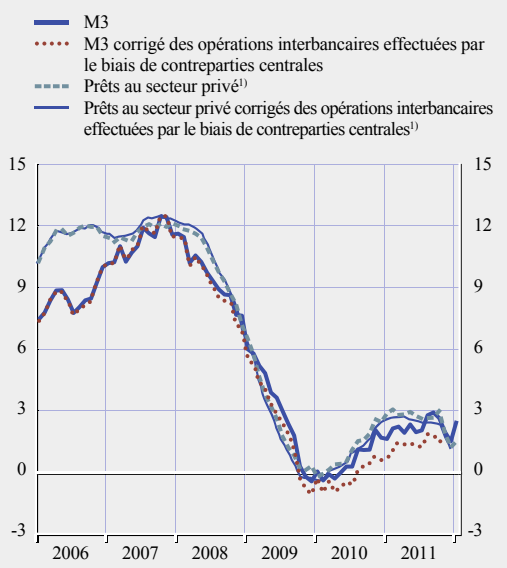
été affecté par des facteurs similaires. Dès lors, après avoir oscillé au-dessus de 2,5 % pendant la quasi-totalité de l'année, il a accusé un net recul fin 2011 (ressortant à 1,2 % en décembre, contre 2,4 % en décembre 2010). Les données relatives aux prêts pour janvier 2012 laissent à penser que les risques d'un resserrement sévère du crédit se sont atténués. À cet égard, les mesures non conventionnelles adoptées par le Conseil des gouverneurs de la BCE début décembre, en particulier les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, ont permis de relâcher les tensions de financement qui pesaient sur les IFM (cf. l'encadré 1 pour une description de ces mesures). D'une manière générale, abstraction faite de la volatilité à court terme, les évolutions de la monnaie et du crédit font apparaître que le rythme de l'expansion monétaire sous-jacente a été modéré en 2011.

### LES CONSIDÉRATIONS DE PORTEFEUILLE ONT CONSTITUÉ LE PRINCIPAL MOTEUR DES ÉVOLUTIONS DES COMPOSANTES DE M3

Les considérations de portefeuille liées aux taux d'intérêt payés sur les différents instruments contenus dans M3 ont guidé les évolutions des principales composantes de M3 au premier semestre 2011. L'écart entre les taux d'intérêt acquittés sur les dépôts au jour le jour et sur d'autres dépôts à court terme s'est creusé durant cette période, si bien que le secteur détenteur de monnaie s'est tourné vers d'autres dépôts à court terme. À la fin de l'été, à mesure que s'intensifiaient les tensions sur les marchés financiers et qu'augmentait l'incertitude économique, d'importants réaménagements de portefeuille ont été enregistrés au détriment d'actifs plus risqués et au profit d'actifs inclus dans M3. La préférence marquée pour la liquidité, tandis que l'écart entre les taux d'intérêt versés sur les dépôts au jour le jour et sur d'autres dépôts à court terme a cessé de se creuser à partir de ce moment-là (se resserrant même légèrement), permet d'expliquer pourquoi l'essentiel de ces entrées enregistrées au titre d'instruments inclus dans M3 se sont concentrées sur les dépôts au jour le jour (cf. graphiques 7 et 8).

**Graphique 6 M3 et prêts au secteur privé**

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



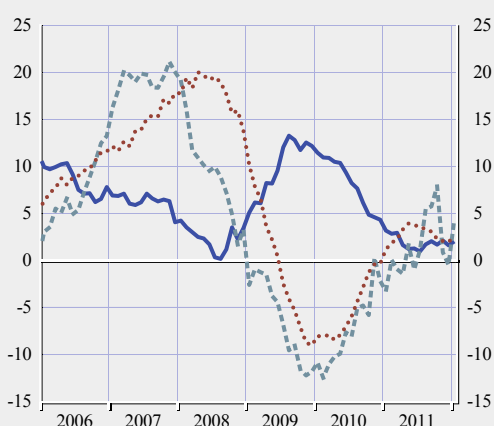
Source : BCE

1) Corrigés des cessions de prêts et de l'activité de titrisation

### Graphique 7 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)

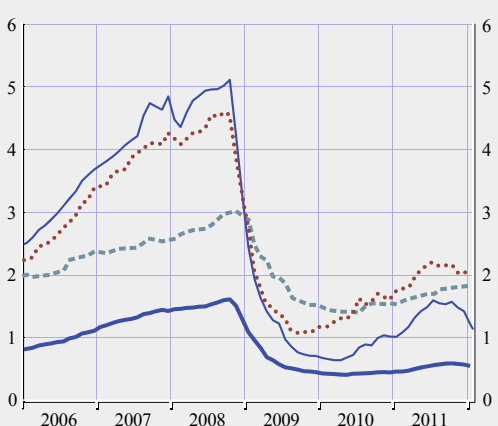


Source : BCE

### Graphique 8 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

Le taux de croissance annuel des instruments négociables, qui est passé à -0,5 % en décembre 2011, contre -2,3 % en décembre 2010, a présenté un degré élevé de volatilité durant l'année sous revue. Ce taux de croissance moins négatif s'explique par la faible progression des avoirs en titres de créance à court terme des IFM, de même que par le fait que les sorties annuelles relatives aux titres d'OPCVM monétaires, qui ont accusé une légère baisse, aient été entièrement compensées par des rentrées annuelles de même importance au titre des opérations de pension. Le niveau élevé de la volatilité mensuelle est dû, en grande partie, aux flux des opérations de pension. Comme en 2010, les entrées au titre de cet instrument ont largement traduit le report marqué sur les transactions interbancaires garanties recourant aux contreparties centrales, qui présentent l'avantage de réduire le risque de contrepartie des banques. En termes de données monétaires, ce type de transactions comporte deux volets : d'une part, un prêt accordé par l'IFM emprunteuse à la contrepartie centrale et d'autre part, une opération de pension conclue entre l'IFM et la contrepartie centrale.

Compte tenu de la volatilité inhérente aux transactions interbancaires, l'augmentation de prêts interbancaires garantis recourant à des contreparties centrales durant la crise financière – et en particulier depuis la faillite de Lehman Brothers – s'est traduite par une volatilité accrue des séries monétaires qui y sont liées (cf. également les sections consacrées aux encaisses monétaires des différents secteurs et aux évolutions des prêts ci-dessous). Par conséquent, les flux négatifs d'opérations de pension induits par ce type de transactions fin 2011 – témoignant de l'intensification des tensions liées à la crise de la dette souveraine dans plusieurs pays de la zone euro et de la baisse des prêts interbancaires due à la forte corrélation entre le risque souverain et le risque bancaire – ont été l'un des principaux moteurs de la dynamique monétaire durant cette période.

#### LA VOLATILITÉ DE M3 A LARGEMENT REFLÉTÉ LES DÉPÔTS DÉTENUS PAR LES AIF

Le taux de croissance annuel des dépôts inclus dans M3 – qui comprennent les dépôts à court terme et les opérations de pension et représentent



l'agrégat monétaire le plus large pour lequel des données fiables au niveau sectoriel sont disponibles – est revenu de 3,1 % en décembre 2010 à 1,1 % en décembre 2011. Cependant, les évolutions des dépôts inclus dans M3 ont essentiellement découlé de la contribution des intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (dénommés « autres institutions financières » ou « AIF »). Alors qu'il était ressorti à 10,4 % en décembre 2010, le taux de croissance annuel des dépôts inclus dans M3 détenus par les AIF a fluctué entre 6 % et 12 % durant la majeure partie de l'année, avant de revenir à 3,4 % et 0,9 % respectivement en novembre et décembre 2011, pour ensuite passer à 5,7 % en janvier 2012. Ce niveau élevé de volatilité s'explique principalement par les transactions interbancaires recourant à des contreparties centrales (étant donné que ces dernières relèvent du secteur des AIF) et par le fait que, fin 2011, les investisseurs institutionnels aient réduit leurs dépôts inclus dans M3 à mesure que s'intensifiaient les tensions sur les marchés financiers et que grandissaient les inquiétudes concernant le risque bancaire. En effet, les encaisses monétaires des AIF ont tendance à montrer une forte corrélation avec les prix des actifs. (Cf. l'encadré 2 pour une

analyse du rôle des évolutions monétaires et des crédits sur les déséquilibres en termes de prix des actifs<sup>1</sup>).

Au premier semestre 2011, le taux de croissance annuel des dépôts inclus dans M3 détenus par les ménages a poursuivi la modeste reprise qu'il avait amorcée mi-2010. Il s'est ensuite stabilisé à des niveaux légèrement supérieurs à 2 % avant de retomber à 1,4 % en décembre 2011 du fait d'une importante sortie mensuelle. Ce mouvement s'est inversé dès janvier 2012 après la mise en œuvre de nouvelles mesures non conventionnelles de politique monétaire. Les avoirs des ménages constituent la majeure partie des dépôts inclus dans M3 et sont ceux qui présentent le lien le plus étroit avec les prix à la consommation. Contrairement à l'évolution des dépôts inclus dans M3 détenus par les ménages, le taux de croissance annuel des avoirs des sociétés non financières a diminué en 2011, particulièrement au second semestre. Cette évolution pourrait s'expliquer par une préférence pour les sources internes de financement (au détriment des sources externes).

<sup>1</sup> Cf. également l'article intitulé *Les interactions entre les intermédiaires financiers et leur incidence sur l'analyse monétaire* du Bulletin mensuel de la BCE de janvier 2012

## Encadré 2

### LA MONNAIE ET LE CRÉDIT EN TANT QU'INDICATEURS D'ALERTE PRÉCOCE DES DISTORSIONS DES PRIX DES ACTIFS

Les marchés d'actifs jouent un rôle de plus en plus important dans de nombreuses économies, et il est devenu beaucoup plus clair dans l'esprit des décideurs que lorsque les prix des actifs subissent des modifications et corrections substantielles, il peut en résulter un risque d'instabilité financière, et, à terme, macroéconomique. Les banques centrales ont donc intérêt à réduire les risques qu'induisent ces évolutions pour la stabilité des prix. Il ressort de recherches récemment menées que les indicateurs de la monnaie et du crédit pourraient être particulièrement utiles pour prédire les cycles d'expansion et de contraction des prix des actifs. Les banques centrales y voient une raison supplémentaire de surveiller ces variables de près<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Pour plus de précisions, cf. l'article intitulé *Les bulles des prix d'actifs et la politique monétaire* du Bulletin mensuel de la BCE d'avril 2005

## Détection des cycles d'expansion et de contraction des prix des actifs

L'on peut distinguer trois étapes dans la conception d'un système d'alerte précoce des déséquilibres dans les prix des actifs. La première consiste à définir les distorsions des prix des actifs (par exemple sur la base des écarts par rapport aux tendances historiques ou sur la base de leurs conséquences économiques). La littérature présente toute une série d'approches visant à définir ces distorsions, depuis les méthodes purement statistiques jusqu'à celles basées davantage sur les modèles<sup>2</sup>. En pratique, compte tenu de la difficulté à identifier correctement ces épisodes en temps réel, il convient de comparer les résultats obtenus à partir des différentes méthodes. La deuxième étape consiste à sélectionner des indicateurs avancés qui soient pertinents, et à concevoir des modèles destinés à établir le lien entre ces indicateurs et la période de distorsion. La troisième et dernière étape consiste à évaluer le pouvoir de prédiction de chacun des indicateurs sur une période d'échantillonnage et/ou pour un ensemble de pays. L'utilité d'un indicateur s'évalue généralement en comparant le nombre de fausses alertes avec le nombre de signaux corrects donnés par l'indicateur. La littérature présente une série de méthodes différentes (et complémentaires) pour prédire les distorsions de prix d'actifs, et deux de ces méthodes ont récemment été appliquées dans des études de la BCE. La première est la méthode dite des « signaux » : l'alerte est donnée (éventualité d'une envolée ou d'une chute des prix des actifs sur une période donnée) lorsque l'indicateur sélectionné dépasse un seuil déterminé. La deuxième est la méthode dite des « choix discrets » ; elle recourt à des techniques de régression probit/logit pour évaluer la capacité d'un indicateur à prédire une envolée ou une chute en estimant la probabilité de sa survenance sur un laps de temps donné. L'alerte est donnée lorsque cette probabilité dépasse un seuil déterminé.

## Le rôle de la monnaie et du crédit en tant qu'indicateurs d'alerte précoce

Dans le fonctionnement des indicateurs d'alerte précoce, l'un des aspects cruciaux consiste à choisir comme indicateurs des variables qui, par rapport aux régularités historiques, présentent un comportement inhabituel avant la phase d'envolée ou de chute des prix. Les évolutions de la monnaie et du crédit se distinguent à cet égard, en ce qu'une série de liens théoriques relie ces variables aux prix des actifs et, en bout de course, aux prix à la consommation. Tout d'abord, les prix des actifs influent sur la demande de monnaie dans le cadre de la problématique plus générale de l'allocation des ressources, les rendements des différents actifs agissant sur les avoirs monétaires. En outre, les évolutions en matière de crédit pourraient subir la dynamique des prix des actifs, y compris les mouvements créés par certains mécanismes d'auto-renforcement. Ainsi, en phase d'envolée des prix des actifs, les bilans des sociétés financières et non financières s'améliorent, et la valeur des garanties s'accroît, ce qui permet aux banques d'augmenter les lignes de crédit pour financer les investissements des entreprises. Les ratios d'endettement des banques diminuent à mesure qu'augmentent les prix des actifs, permettant aux établissements de crédit d'émettre de nouvelles obligations<sup>3</sup>. Les fonds ainsi dégagés par les sociétés tant financières que non financières sont dès lors disponibles pour être investis, notamment dans les actifs dont les prix grimpent, ce qui pourrait accentuer encore leur mouvement à la hausse. À cet égard, le phénomène d'« accélérateur financier » peut également être pertinent. En effet, il se peut que les entreprises et les ménages soient limités dans leurs emprunts en raison de l'asymétrie d'information sur les marchés de crédit ; or, plus

<sup>2</sup> Cf. l'article intitulé *Les bulles des prix d'actifs et la politique monétaire revisitée* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2010

<sup>3</sup> Cf. T. Adrian et H. S. Shin (2008), *Liquidity and Leverage*, *Staff Reports*, n° 328, Banque de réserve fédérale de New York, 2008

leurs avoirs nets s'appauvrissent, plus ces contraintes sont importantes, puisque les garanties nécessaires pour obtenir du crédit se font plus rares<sup>4</sup>.

En même temps, il se pourrait que la causalité agisse aussi en sens opposé. Par exemple, la demande croissante d'actifs créée par l'augmentation du levier d'investissement pourrait, dans un contexte de frictions financières, pousser les prix des actifs à la hausse<sup>5</sup>. De plus, un niveau élevé d'encaisses monétaires pourrait indiquer que de grosses quantités de liquidités glissent vers des investissements en instruments potentiellement plus rentables, ce qui pourrait alors alimenter une bulle, une fois que la tendance s'est amorcée et que le comportement grégaire s'est instauré. Ce pourrait être le signe d'un véritable effet d'équilibrage du portefeuille dans le chef des intermédiaires financiers non monétaires autres que les entreprises d'assurance et les fonds de pension : la présence dans leurs bilans de quantités excessives de liquidités les inciterait à vouloir réaffecter leur portefeuille, augmentant la part d'autres actifs. Un autre lien potentiel entre la monnaie et le crédit, d'une part, et les prix des actifs d'autre part, est la transmission monétaire par la prise de risques. Bien que les taux d'intérêt bas soient généralement associés à une forte croissance monétaire, il a été constaté par ailleurs qu'ils pouvaient déclencher un relâchement des normes de crédit, relâchement qui pourrait à son tour accroître le levier des investissements et créer les conditions propices à une hausse des prix des actifs.

En effet, au vu des régularités empiriques, les cycles d'envolée et de chute observés sur les marchés d'actifs semblent, d'un point de vue historique, avoir été étroitement liés à d'importantes fluctuations des agrégats de monnaie et de crédit, notamment lors des périodes soit de chute des prix des actifs, soit d'envolée de ces prix qui se terminent par une crise financière<sup>6</sup>. L'une des constatations les plus probantes que l'on retrouve dans plusieurs études récentes est que différentes mesures de création excessive de crédit s'avèrent de bons indicateurs avancés d'une accumulation de déséquilibres financiers dans l'économie. Il existe par ailleurs des éléments tendant à démontrer que la monnaie recèle de bonnes propriétés de signalement des phases d'envolée et de chute des prix des actifs, en ce qu'elle constitue un indicateur synthétique des bilans des banques<sup>7</sup>.

### Prédire les phases d'envolée et de chute des prix des actifs

Des équipes de la BCE ont récemment consacré des études à l'émergence des phases d'envolée et de chute des prix sur les marchés d'actifs. L'une de ces études, menée par Alessi et Detken<sup>8</sup>, est basée sur l'utilisation d'une méthode de signalisation pour détecter les envolées (à coût économique élevé) des prix des actifs, ces phases étant définies comme des envolées suivies d'une période de trois ans au cours de laquelle la croissance réelle du PIB est inférieure d'au

4 Cf. B. Bernanke, M. Gertler, et S. Gilchrist, *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, NBER Working Paper Series, n° 6455, National Bureau of Economic Research, 1998

5 Cf. F. Allen et D. Gale, *Bubbles and crises*, *Economic Journal*, vol. 110, 2000, pp. 236-255

6 Cf. I. Fisher, *Booms and depressions*, Adelphi, New York, 1932 ; et C. Kindleberger, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, John Wiley, New York, 1978. Les premiers travaux de l'École autrichienne apportent aux aussi des éléments en faveur du point de vue selon lequel une croissance excessive du crédit peut contribuer à alimenter des bulles.

7 Cf. *Lessons for monetary policy from asset price fluctuations*, Chapter 3, *World Economic Outlook*, IMF, Washington DC, October 2009 ; C. Detken et F. Smets, *Asset price booms and monetary policy*, in H. Siebert (éd.), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer, Berlin, 2004 ; R. Adalid et C. Detken, *Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles*, Working Paper Series, No 732, BCE, 2007 ; C. Borio et P. Lowe, *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers, No 114, BIS, Basel, July 2002 ; et T. Helbling et M. Terrones, *When bubbles burst*, Chapter 2, *World Economic Outlook*, IMF, Washington DC, April 2003

8 Cf. L. Alessi et C. Detken, 'Real time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity, Working Paper Series, No 1039, BCE, 2009

moins 3 points de pourcentage à la croissance potentielle. Les résultats révèlent que le déficit mondial de crédit privé et le déficit mondial de M1 constituent les meilleurs indicateurs d'alerte précoce de ce type d'épisode.

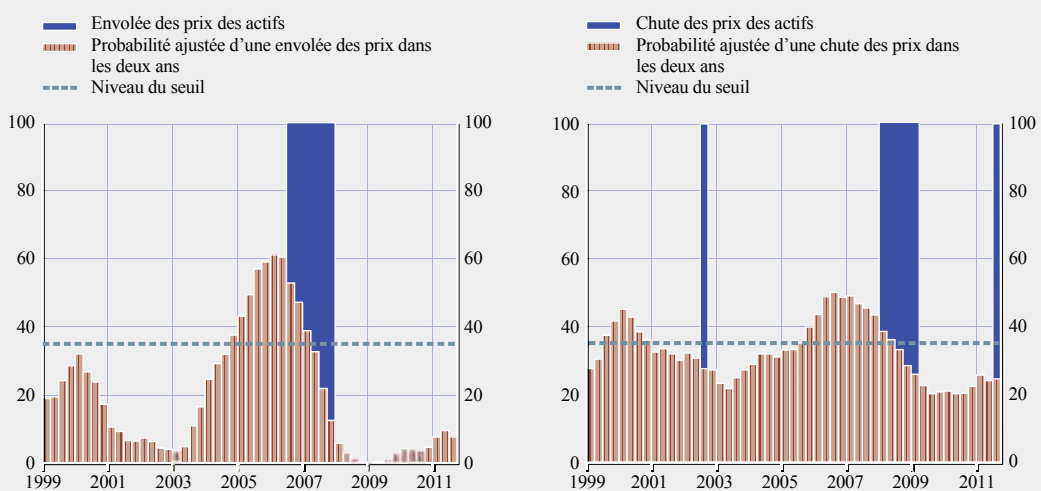
Deux autres études, de Gerdesmeier, Reimers et Roffia, s'appuient sur des modèles probit qui estiment la probabilité d'une envolée ou d'une chute des prix des actifs au cours des deux années suivantes<sup>9</sup>. Une envolée (chute) se produit lorsqu'un indicateur composite des prix d'actifs (déterminé comme étant une moyenne pondérée des indices boursiers et des indices de prix de l'immobilier résidentiel) dépasse à la hausse (à la baisse) un seuil spécifique. L'on attribue alors la valeur de un à la variable binaire s'il se produit une envolée/chute au cours des huit trimestres suivants. Les équations probit sont testées sur un panel de 17 pays de l'OCDE. La spécification finale pour les envolées de prix intègre à la fois les écarts de croissance du crédit et des prix des logements et le ratio investissement-PIB, ainsi que l'évolution des marchés boursiers et du PIB réel (les deux derniers étant remplacés par l'évolution des taux nominaux d'intérêt à long terme dans le cas d'une chute des prix).

Ces résultats peuvent être utilisés pour évaluer l'éventualité de phases d'envolée et de chute sur les marchés d'actifs dans la zone euro. Tout d'abord, l'évolution récente des écarts de croissance du crédit au niveau mondial, du crédit au niveau national et des prix des logements, ainsi que du ratio investissement-PIB, ne semble pas fournir d'indices particuliers d'une future envolée ou chute au niveau de la zone euro. Deuxièmement, les modèles probit de détection des cycles d'envolée et de chute sont estimés en fonction des dernières données disponibles, et la probabilité ajustée est calculée (cf. graphique A). Les résultats indiquent que la probabilité que s'amorce prochainement une phase de chute des prix a encore augmenté pour s'établir à 28 % au

9 Cf. D. Gerdesmeier, H.-E. Reimers et B. Roffia, *Asset price misalignments and the role of money and credit*, *International Finance*, Vol. 13, 2010, pp. 377-407, et D. Gerdesmeier, H.-E. Reimers et B. Roffia, *Early warning indicators for asset price booms*, *Review of Economics & Finance*, Vol. 3, 2011, pp. 1-20

**Graphique A Probabilité d'une envolée ou d'une chute des prix des actifs dans la zone euro dans les deux ans à venir**

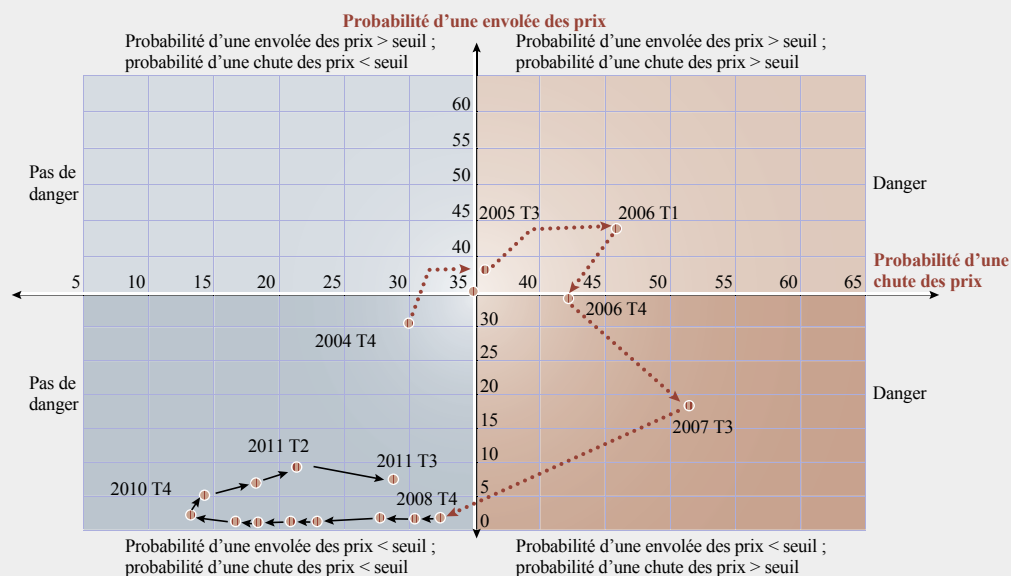
(en pourcentage)



Source : BCE (cf. les documents mentionnés à la note de bas de page 9)

## Graphique B Évaluation du risque d'envolée ou de chute des prix dans la zone euro

(en pourcentage)



Source : Estimations des services de la BCE

Note : Le calcul a été effectué pour chaque trimestre en temps réel au cours de la période à laquelle se rapportent les flèches noires, mais uniquement pour des trimestres sélectionnés (en pseudo-temps réel) pour la période à laquelle se rapportent les flèches rouges.

troisième trimestre 2011, tout en restant en deçà du seuil de 35 %. Dans le même temps, la probabilité d'une envolée future des prix reste relativement faible, autour de 10 %.

Cette information quantitative est également fournie sous forme graphique (cf. graphique B). En abscisse et en ordonnée figurent respectivement les probabilités de chute et d'envolée des prix, le point d'origine représentant le seuil de 35 %. Les quatre quadrants représentent les différentes combinaisons possibles de probabilités d'envolée et de chute des prix. Les évolutions actuelles continuent à placer la zone euro dans le quadrant inférieur gauche, qui se caractérise par une probabilité que les prix flambent ou s'effondrent dans les deux années à venir qui est inférieure aux seuils respectifs. Il appert toutefois que la probabilité d'un effondrement des prix a augmenté au cours des derniers trimestres et se rapproche donc de la situation décrite dans le quadrant inférieur droit.

### Évaluation globale

Dans l'ensemble, de récentes études de la BCE montrent qu'il est possible d'identifier des indicateurs d'alerte précoce fonctionnant relativement bien pour les différents pays et groupes de pays. Elles confirment également de manière implicite que l'effet de levier est l'un des indicateurs clés pour prédire les cycles d'envolée et de chute des prix d'actifs ayant un coût élevé pour l'économie. Les signaux obtenus à partir de ces indicateurs doivent donc être considérés comme un simple élément de l'éventail d'informations utilisées par les responsables pour évaluer les risques en matière de stabilité macroéconomique et les conséquences potentielles en ce qui concerne les risques pour la stabilité des prix.

## LE TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DES CONCOURS AU SECTEUR PRIVÉ A REÇULÉ

S'agissant des contreparties de M3, le taux de croissance annuel des crédits accordés par les IFM aux résidents de la zone euro a reflué pour atteindre 1,4 % en décembre 2011, alors qu'il affichait 3,4 % en décembre 2010 (cf. graphique 9). Cette évolution a traduit un net repli du taux de croissance annuel des concours aux administrations publiques ainsi qu'une modération du taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé. La contraction du taux de croissance annuel des concours aux administrations publiques peut être attribuée à l'évolution des prêts, dont le taux de croissance annuel a progressivement baissé durant la majeure partie de 2011, devenant clairement négatif au quatrième trimestre du fait essentiellement d'un effet de base notable (lié au transfert d'actifs vers une structure de

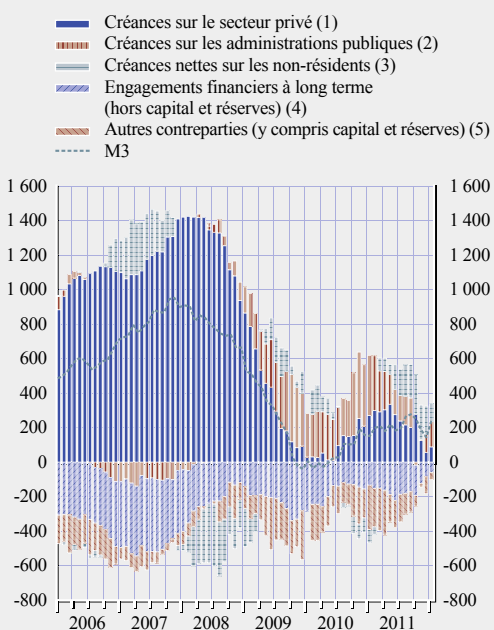
défaillance en octobre 2010)<sup>2</sup>. À l'inverse, le taux de croissance annuel des titres de créance a clôturé l'année légèrement au-dessus du niveau observé fin 2010, traduisant les flux positifs enregistrés au second semestre. Cependant, ces entrées s'expliquent presque exclusivement par les achats de titres émis par les administrations publiques effectués dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (*Securities Markets Programme – SMP*). En revanche, l'exposition des IFM hors de l'Eurosystème à ces titres est demeurée quasiment inchangée.

Le profil de croissance des concours au secteur privé reflète celui des prêts, principale composante de cet agrégat. Cependant, leur taux de croissance annuel (qui s'établissait à 0,4 % en décembre 2011, contre 1,6 % en décembre 2010) est demeuré légèrement inférieur à celui des prêts consentis au secteur privé, ce qui reflète la croissance annuelle négative des avoirs des IFM en titres de créance du secteur privé, à l'exclusion des actions, ainsi qu'en actions et autres valeurs mobilières. La contraction des avoirs des IFM au titre de ces instruments pourrait découler à la fois du désendettement des IFM de la zone euro par la réduction de leurs portefeuilles d'actifs risqués et des faibles niveaux de l'activité de titrisation.

Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM au secteur privé (corrigé des cessions et de la titrisation) a nettement décliné vers la fin 2011 (ressortant à 1,2 % en décembre, alors qu'il affichait 2,4 % en décembre 2010) après s'être maintenu au-dessus de 2,5 % durant la majeure partie de l'année (cf. graphique 6). Ce profil cadre avec l'activité économique et les évolutions des marchés financiers en 2011, même si le repli – qui s'est entièrement manifesté au cours des deux derniers mois de l'année, surtout en décembre – s'est particulièrement concentré sur les prêts aux sociétés non

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.

2 Pour de plus amples 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

financières. Cependant, le flux de prêts octroyés au secteur privé non financier (à savoir les ménages et les sociétés non financières) est demeuré le principal moteur du flux annuel de prêts accordés au secteur privé. Exprimés en pourcentage de l'ensemble des concours des IFM au secteur privé, les prêts aux AIF ont continué de progresser en 2011. Comme durant l'année précédente, ce constat a principalement reflété la préférence accrue des IFM pour les opérations interbancaires sécurisées nécessitant l'intervention de contreparties centrales. À l'instar des agrégats monétaires, la volatilité inhérente à ce type de transactions a entraîné à la hausse la volatilité tant des prêts consentis aux AIF que des autres agrégats de crédit (en fonction de la part représentée par ces prêts dans chaque série).

En ce qui concerne les concours au secteur privé non financier, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages (corrigé des cessions et de la titrisation), qui s'établissait à 3,1 % en décembre 2010, n'a guère varié au premier semestre 2011. Il s'est ensuite progressivement contracté au second semestre, affichant 1,9 % en décembre 2011. Cette évolution concorde globalement avec l'essoufflement de l'activité économique et les perspectives en berne du marché de l'immobilier résidentiel, même si des facteurs relatifs à l'offre sont également intervenus. (Pour de plus amples détails concernant les prêts accordés aux ménages, cf. la section consacrée à ce sujet dans le présent chapitre.) Le taux de croissance annuel des prêts consentis aux sociétés non financières (corrigé des cessions et de la titrisation) affichait 1,2 % fin 2011, contre 1,0 % un an plus tôt. Cette évolution a toutefois masqué un profil de croissance assez inégal, orienté à la hausse vers la fin de l'année, résultant d'importants rachats nets mensuels en novembre et, plus particulièrement, en décembre. Le déclin de l'environnement économique et la détérioration des perspectives économiques ont constitué les principaux facteurs à l'origine du niveau assez modeste des emprunts des sociétés tout au long de l'année 2011. Il n'en reste pas moins que d'autres facteurs

peuvent également avoir joué un rôle. Du côté de la demande, l'endettement des sociétés est demeuré relativement élevé dans une perspective historique. Il se peut qu'en tentant de contrôler le niveau de leur endettement, les sociétés se soient montrées réticentes à contracter de nouveaux prêts et aient préféré recourir aux sources internes de financement. Ce point de vue est étayé par les évolutions des dépôts inclus dans M3 détenus par les sociétés non financières. Du côté de l'offre, les tensions sur les financements des établissements de crédit de la zone euro se sont considérablement aggravées au second semestre 2011 et se sont exacerbées pendant les deux derniers mois de l'année dans le sillage de l'intensification de la crise de la dette souveraine et en raison d'une révision à la hausse de la pénurie de liquidités estimée des établissements de crédit. D'une manière générale, si l'on a observé une certaine hétérogénéité entre pays, les données de janvier 2012 ont fait apparaître que les importants rachats nets de prêts enregistrés en décembre 2011 se sont interrompus.

Quant aux autres contreparties de M3, le taux de croissance annuel des engagements financiers à plus long terme des IFM (à l'exclusion des fonds propres et des réserves) aux mains du secteur détenteur de monnaie est revenu de 3,1 % fin 2010 à 1,6 % en décembre 2011 et a présenté un profil similaire à celui des prêts consentis au secteur privé dans le courant de l'année. L'émission de titres à plus long terme a été relativement limitée et s'est affaiblie vers fin 2011, témoignant des tensions sur les financements des établissements de crédit de la zone euro.

Enfin, la position extérieure nette des IFM de la zone euro a progressé de 162 milliards d'euros en 2011, après s'être contractée de 85 milliards d'euros en 2010. L'essentiel de cette hausse s'est produite au premier semestre de l'année, au cours duquel des flux positifs d'actifs et de faibles flux sortants au titre des engagements ont pu être observés. Au second semestre, les IFM ont accéléré la réduction de leurs engagements extérieurs, une action compensée par une

réduction équivalente des avoirs extérieurs, reflétant en partie les retraits effectués sur les dépôts par les non-résidents, de même que la réallocation, par les investisseurs institutionnels, de leurs fonds à l'extérieur de la zone euro.

En 2011, la position extérieure nette des IFM de la zone euro a joué un rôle essentiel en tant que contrepartie des fluctuations de M3, en particulier au second semestre de l'année. (Pour plus de détails, cf. encadré 3).

### Encadré 3

#### ÉVOLUTIONS RÉCENTES DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO

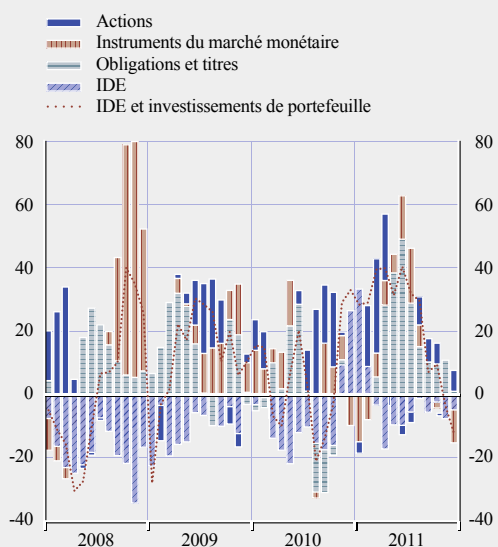
Les entrées nettes dans le compte financier de la zone euro ont augmenté au cours de la période de douze mois courant jusqu'à décembre 2011. Les entrées nettes cumulées d'investissements directs et de portefeuille en ont été le principal moteur, puisqu'elles sont passées à 223,7 milliards d'euros, contre 98,1 milliards un an plus tôt. Cette situation a résulté d'une hausse des entrées nettes d'investissements de portefeuille, qui n'a été compensée qu'en partie par une certaine hausse des sorties nettes d'investissements directs étrangers. Dans le même temps, les sorties nettes d'autres investissements se sont accrues.

Les évolutions trimestrielles des investissements de portefeuille ont été relativement volatiles, marquées par des variations soudaines du sentiment des marchés et du comportement d'investissement. Plus particulièrement, les entrées nettes d'investissements de portefeuille ont fortement augmenté au premier semestre 2011.

Au premier trimestre, cet accroissement a essentiellement été imputable à la hausse des achats d'actions de la zone euro par les investisseurs étrangers et à la baisse des investissements en actions étrangères des investisseurs de la zone euro. Les entrées nettes de titres de créance sont demeurées stables. Au deuxième trimestre 2011, par contre, la hausse des entrées nettes d'investissements de portefeuille a principalement découlé d'achats substantiels de titres de créance de la zone euro par les investisseurs étrangers et, fût-ce dans une moindre mesure, d'une modération des investissements de la zone euro en titres de créance étrangers (cf. graphique). La demande étrangère de titres de créance émis par le secteur des non-IFM de certains pays de la zone euro a été relativement robuste, ce qui semble être le reflet de mouvements de report vers des valeurs refuge dans un contexte de révision à la baisse des prévisions de croissance mondiale. Parallèlement, les investisseurs étrangers ont vendu des actions de la zone euro. Dans l'ensemble, ces évolutions semblent

#### Principales rubriques du compte financier

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



Source : BCE

Notes : Les IDE sont les investissements directs étrangers. La dernière observation concerne décembre 2011.



indiquer que les investisseurs étrangers ont procédé à un réaménagement de leurs portefeuilles, réduisant leur exposition aux actions et augmentant leurs investissements en titres de créance fort liquides et très bien notés. En outre, dans la mesure où une large part de ces entrées au titre des investissements de portefeuille dans la zone euro reflètent des opérations impliquant le secteur des non-IFM, elles ont apporté une contribution positive à la liquidité disponible dans la zone euro, comme le montre la position créditrice nette des IFM<sup>1</sup>.

S'agissant du second semestre 2011, les entrées nettes de titres de créance ont sensiblement reculé au troisième trimestre, se muant en sorties nettes au quatrième trimestre, tandis que l'on a enregistré des entrées nettes d'actions au cours de ces deux trimestres. L'on a observé de mutuelles cessions d'investissements de portefeuille, et les investisseurs étrangers sont devenus des vendeurs nets de titres de la zone euro, tandis que les investisseurs de la zone euro sont devenus des vendeurs nets de titres étrangers. Une nouvelle intensification des tensions sur les marchés financiers et un accroissement des inquiétudes quant à la crise de la dette souveraine ont avivé l'aversion pour le risque. Cette dernière semble, à son tour, avoir entraîné un biais domestique de la part des investisseurs et des mouvements de report sur des valeurs sûres. Parmi les investisseurs de la zone euro, le secteur des IFM a augmenté ses ventes nettes de titres étrangers, ce qui est cohérent avec les efforts en cours en vue de restructurer les bilans. Ce gonflement des ventes nettes pourrait également avoir été une manière de mobiliser des fonds, dans un contexte de ventes nettes de titres des IFM de la zone euro par des investisseurs étrangers. La contraction a été particulièrement prononcée en ce qui concerne les titres de créance, les obligations comme les instruments du marché monétaire, ce qui est le signe d'un renversement des profils d'investissement étrangers antérieurs.

<sup>1</sup> Dès lors qu'elles sont réglées via des banques résidentes, les transactions menées par le secteur détenteur de monnaie ont une incidence sur les créances et les engagements extérieurs du secteur bancaire, qui sont l'une des contreparties de M3. Le secteur détenteur de monnaie comprend les ménages, les sociétés non financières, les intermédiaires financiers non monétaires et les administrations publiques autres que l'administration centrale. Pour davantage d'informations sur la présentation monétaire de la balance des paiements, cf. L. Bé Duc, F. Mayerlen et P. Sola, *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, *Occasional Paper Séries*, n° 96, BCE, septembre 2008. Cf. également l'article intitulé *La dimension extérieure de l'analyse monétaire* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'août 2008.

### **PERTURBATIONS SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE EN RAISON DU REGAIN DE TENSIONS SUR LES MARCHÉS DE LA DETTE PUBLIQUE DANS LA ZONE EURO**

Au cours du premier semestre 2011, une embellie temporaire sur les marchés monétaires de la zone euro s'est traduite par une réduction progressive de l'excès de liquidité (mesuré à l'aune des volumes déposés auprès de l'Eurosystème). À cette accalmie a toutefois succédé une sévère dégradation au cours du second semestre 2011, sous l'effet de l'intensification de la crise de la dette souveraine. Le regain de tensions apparu au mois d'août 2011 sur les marchés des emprunts publics de certains pays de la zone euro a exacerbé le risque perçu de liquidité et de crédit, ce qui a pesé négativement sur le mécanisme

de transmission de la politique monétaire. Afin de faire face aux dysfonctionnements des marchés de titres et de rétablir le mécanisme de transmission de la politique monétaire, l'Eurosystème a réactivé son Programme pour les marchés de titres et étendu l'éventail de ses mesures non conventionnelles. L'encadré 1 décrit les mesures non conventionnelles mises en œuvre en 2011 ; celles-ci ont été essentielles pour limiter la contagion aux taux du marché monétaire. L'encadré 4 illustre comment, dans un contexte de fonctionnement altéré des marchés monétaires, la réponse de l'Eurosystème aux besoins de liquidité des banques se traduit par l'accumulation par les BCN d'importantes positions au sein du système de paiement TARGET2.

## LES SOLDES TARGET2 DANS L'EUROSISTÈME DANS UN CONTEXTE DE MARCHÉS MONÉTAIRES TROUBLÉS

Lorsqu'une banque effectue un paiement en faveur d'une banque située dans un autre pays par l'intermédiaire du système de paiement TARGET2<sup>1</sup>, la transaction est réglée en monnaie de banque centrale, ce qui modifie les soldes des comptes courants des banques auprès de leur banque centrale. Le règlement de ces paiements transfrontaliers entre banques au sein de la zone euro *via* TARGET2 entraîne donc des soldes intra-Eurosystème. Ces soldes sont automatiquement regroupés et compensés en fin de journée dans l'ensemble de l'Eurosystème, chaque BCN n'ayant ainsi qu'une position bilatérale nette unique vis-à-vis de la BCE. En conséquence, certaines BCN détiennent une créance TARGET2 et d'autres un engagement TARGET2 vis-à-vis de la BCE.

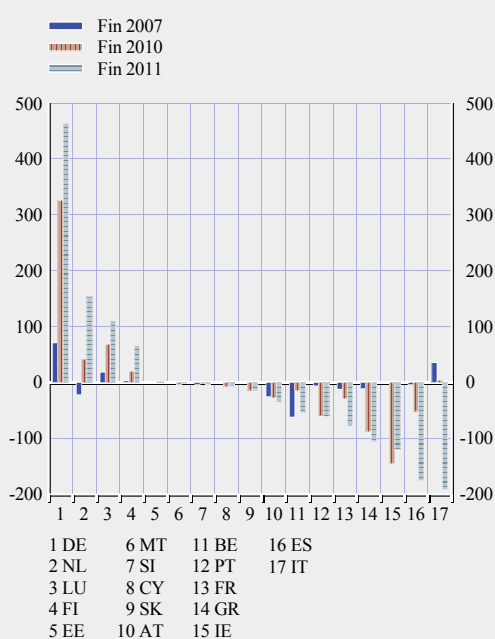
Avant la crise financière et de la dette souveraine, les créances et engagements TARGET2 des BCN étaient relativement stables. En effet, les flux de paiement transfrontaliers étaient globalement équilibrés entre les pays de la zone euro. Les systèmes bancaires des différents pays étaient en mesure de compenser les paiements sortants liés aux importations nettes de biens et de services ou l'acquisition d'actifs provenant d'autres pays de la zone euro avec des flux entrants, principalement en levant des fonds sur le marché interbancaire transfrontalier.

Avec la crise, les engagements TARGET2 ont sensiblement augmenté pour certaines BCN (cf. graphique A), parce que leurs systèmes bancaires ont fait face à des paiements sortants en euros qui n'ont pas été compensés par des paiements entrants en euros, même en tenant compte des entrées d'argent public (y compris sous la forme des prêts de l'UE et du FMI, qui finissent par se retrouver dans les systèmes bancaires). Tel a été le cas pour l'Irlande, la Grèce et le Portugal, et plus récemment pour d'autres pays encore. L'accès au marché monétaire interbancaire s'est dégradé de manière spectaculaire, et les prêts transfrontaliers à certains systèmes bancaires se sont taris, alors que les prêts déjà reçus doivent être remboursés. En outre, les tensions sur le marché du financement bancaire ont été exacerbées dans certains pays par des retraits de dépôts de détail opérés par le secteur privé.

Or, les fonds que peut utiliser une banque pour effectuer un paiement doivent être compensés par un flux entrant. Dans le contexte de

**Graphique A Soldes TARGET2 des BCN de la zone euro**

(montants en milliards d'euros)



Source : BCN

<sup>1</sup> TARGET2 est le système de règlement brut en temps réel de l'Eurosystème (cf. la section 2 du chapitre 2). Il permet aux banques commerciales en Europe d'effectuer leurs transactions de paiement en euros sur une plate-forme partagée et est utilisé pour le règlement des opérations des banques centrales dans la zone euro.

marchés monétaires interbancaires altérés et des mesures non conventionnelles de politique monétaire instaurées en conséquence par la BCE, la compensation provient des liquidités détenues auprès de la banque centrale : une banque peut emprunter auprès de sa banque centrale à condition qu'elle dispose de garanties appropriées. En conséquence, le montant des liquidités fournies dans le cadre de l'Eurosystème a connu une augmentation exceptionnelle pendant la crise (cf. graphique B). De par le déséquilibre dans les flux de paiement transfrontaliers, les systèmes bancaires de certains pays sont contraints de solliciter auprès des banques centrales plus de liquidités que ceux qui bénéficient de flux entrants de paiements bancaires commerciaux. La fourniture de liquidité au sein de l'Eurosystème s'en trouve déséquilibrée : certaines BCN fournissent plus de liquidités en chiffres nets que d'autres (proportionnellement à la taille du système bancaire de leur pays). Les BCN qui fournissent plus de liquidités en chiffres nets sont donc celles qui ont des engagements TARGET2 vis-à-vis de la BCE. À l'inverse, les BCN qui fournissent moins de liquidités en chiffres nets sont celles qui ont des créances TARGET2 vis-à-vis de la BCE (cf. graphique C) : leur système bancaire a des flux de paiement entrants nets en provenance des autres pays de la zone euro. La fourniture de liquidités par la banque centrale à ces systèmes

### Graphique B Fourniture de liquidité dans les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème à des contreparties de la zone euro

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



Source : BCE

Note : La dernière observation concerne décembre 2011.

### Graphique C Bilans schématisés des BCN présentant des soldes TARGET2 négatifs, positifs et neutres

BCN affichant un solde TARGET2 négatif		BCN affichant un solde TARGET2 positif		BCN affichant un solde TARGET2 neutre	
Actifs	Passifs	Actifs	Passifs	Actifs	Passifs
Opérations de prêt	Billets de banque	Opérations de prêt	Billets de banque	Opérations de prêt	Billets de banque
	CC et dépôts		CC et dépôts		CC et dépôts
Autres (y compris les actifs financiers)	<b>Engagement TARGET2</b>	Autres (y compris les actifs financiers)	Autres	Autres (y compris les actifs financiers)	Autres
	Autres				

Source : BCE

Notes : Ce sont des représentations stylisées des bilans des BCN et elles ne sont donc pas le reflet exact des données réelles.

Du côté des actifs, la catégorie « Autres » comprend, en particulier, les actifs financiers, les réserves d'or et les créances intra-Eurosystème potentielles liées à une émission plus faible de billets par rapport à la part de la BCN dans le capital de la BCE.

Du côté du passif, le poste « Billets » correspond aux billets en circulation (en proportion de la part de la BCN dans le capital de la BCE). La catégorie « CC et dépôts » correspond aux liquidités détenues par les banques en comptes courants (CC) auprès de leur BCN, essentiellement dans le but de se conformer aux exigences de réserves obligatoires, ainsi qu'à leurs dépôts dans la facilité de dépôt et aux liquidités détenues sous forme de reprises de liquidités en blanc.

La catégorie « Autres » comprend le capital et les réserves, les comptes de provision et de réévaluation, et les autres passifs (en ce compris les engagements envers des résidents de la zone euro tels que des dépôts des administrations publiques, et les engagements intra-Eurosystème liés à une émission de billets de banque supérieure à la part de la BCN dans le capital de la BCE, qui ne sont substantielles que dans le tableau du milieu).

bancaires n'est pas contrainte ; au contraire, une créance en TARGET2 est un signe de grande disponibilité de liquidité bancaire dans ces systèmes bancaires.

La forte augmentation des engagements TARGET2 des BCN de certains pays au cours de la crise financière est donc le reflet des tensions en matière de financement dans les systèmes bancaires de ces pays et de la réponse de l'Eurosystème aux besoins de liquidités qui en ont découlé. De même, le niveau très élevé des flux nets de paiement transfrontaliers traduit l'extraordinaire soutien fourni par l'Eurosystème pour assurer l'efficacité de la politique monétaire unique. L'un des éléments clés des mesures non conventionnelles de l'Eurosystème a consisté à veiller à ce que les banques solvables ne soient pas gênées sur le plan de la liquidité dans leur financement (cf. encadré 1). Cela contribue à la transmission efficace de la politique monétaire à l'ensemble de l'économie de la zone euro, et, partant, au maintien de la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro.

Dans l'Union monétaire, le risque qu'encourent les banques centrales de l'Eurosystème (c'est-à-dire la BCE et les BCN de la zone euro) a trait à la conduite des opérations de politique monétaire proprement dites, et non aux soldes TARGET2 qui y sont liés. Une banque centrale est inévitablement exposée au risque de contrepartie lorsqu'elle met en œuvre la politique monétaire. Ce risque est toutefois atténué par une gestion encadrée des risques. En ce qui concerne la fourniture de liquidités de banque centrale aux établissements de crédit, cette gestion prévoit notamment que soient exigées des garanties suffisantes, évaluées aux prix du marché et assorties de marges de sécurité. En sus des garanties qu'elles doivent fournir, les banques demeurent pleinement responsables des emprunts qu'elles obtiennent auprès de l'Eurosystème (cf. la section 1 du chapitre 2). Le risque résiduel qui pourrait survenir en dépit des mesures d'atténuation des risques est en règle générale partagé entre les BCN de la zone euro en fonction de leurs parts respectives dans le capital de la BCE, et n'est pas lié aux positions individuelles des différentes banques centrales dans TARGET2.

Les créances ou engagements se rapportant à TARGET2 sont régulièrement publiées par toutes les banques centrales de l'Eurosystème dans leurs bilans. S'agissant du bilan consolidé de l'Eurosystème, les soldes intra-Eurosystème (tels que ceux liés à TARGET2) ne sont pas repris, leur somme étant égale à zéro. Toutefois, les sommes des engagements TARGET2 et des créances TARGET2 des BCN de la zone euro sont documentées à la section 6.2 de l'« annexe au bilan ».

Le graphique 10 montre l'évolution d'un taux en blanc (l'Euribor à trois mois) et de taux d'intérêt garantis (l'Eurepo à trois mois et le taux des *swaps* de taux d'intérêt au jour le jour à trois mois) en 2011. L'ensemble des taux d'intérêt du marché monétaire se sont appréciés de façon constante au cours du premier semestre de l'année. Lorsque les tensions ont repris sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro au cours du second semestre 2011, l'écart entre les taux monétaires garantis et non garantis s'est à nouveau fortement creusé. La hausse du risque de contrepartie et la faiblesse

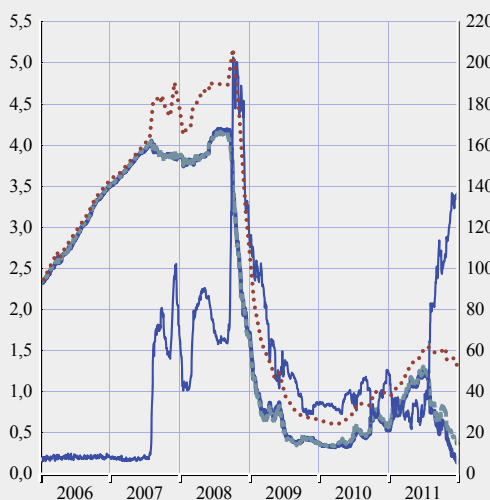
de l'activité sur les marchés monétaires à terme constituent les facteurs les plus plausibles de ces évolutions.

En ce qui concerne les taux à très court terme du marché monétaire, l'évolution de l'Eonia en 2011 a, dans une large mesure, continué de refléter l'importance des volumes de liquidité que l'Eurosystème fournit aux banques de la zone euro depuis octobre 2008. En avril et en juillet, le Conseil des gouverneurs de la BCE a relevé les taux directeurs de la BCE, de 50 points de base au total. Au cours du

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

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

- Eurepo 3 mois (échelle de gauche)
- ... Euribor 3 mois (échelle de gauche)
- - - Taux des *swaps* de taux d'intérêt au jour le jour à 3 mois (échelle de gauche)
- Écart entre l'Euribor 3 mois et l'Eurepo 3 mois (échelle de droite)

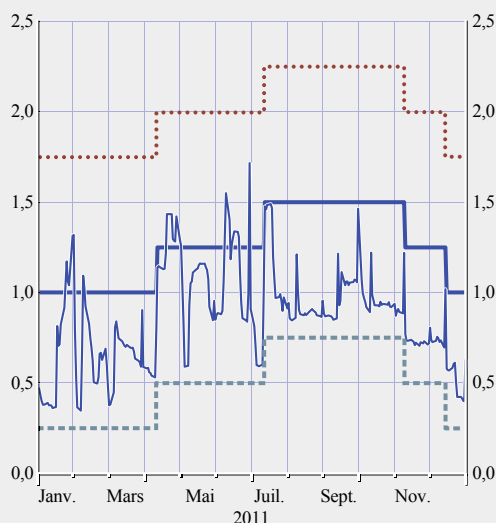


Sources : BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Taux des opérations principales de refinancement
- ... Taux de la facilité de prêt marginal
- - - Taux de la facilité de dépôt
- Taux au jour le jour (Eonia)



Sources : BCE, Bloomberg et Thomson Reuters

premier semestre, à mesure que l'excédent de liquidité s'amenuisait, l'Eonia s'est rapproché du taux des opérations principales de refinancement, tout en continuant à afficher une certaine volatilité (cf. graphique 11). L'excédent de liquidité poursuivant son repli, tout comme au second semestre 2010, l'Eonia a eu tendance à suivre un profil plus marqué durant chacune des périodes de constitution des réserves, s'établissant à des niveaux plus élevés au début de la période, avant de progressivement reculer vers la fin de celle-ci. Cette évolution s'explique généralement par le fait que les banques préfèrent constituer les réserves obligatoires au début de la période, un comportement que l'on observe depuis l'émergence des turbulences, en août 2007.

Au cours du second semestre de l'exercice, le regain de la crise de la dette souveraine en zone euro contraignant les banques à demander à nouveau des niveaux élevés de liquidité,

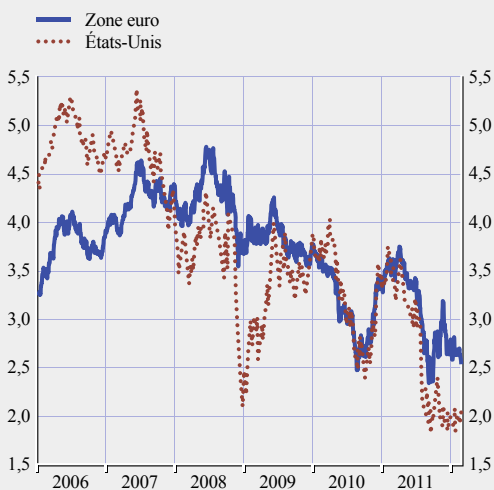
l'Eonia est resté bien en deçà du taux fixe des opérations principales de refinancement et des opérations de refinancement à plus long terme de l'Eurosystème. Il s'est ainsi rapproché du taux de la facilité de dépôt. En novembre, puis à nouveau en décembre, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de réduire les taux directs de la BCE de 25 points de base. Des pics ont occasionnellement été observés au cours de 2011 pour l'Eonia, à la fin des périodes de constitution des réserves et à la fin des périodes de gestion de la trésorerie (en fin d'année, par exemple).

### LES MARCHÉS DES EMPRUNTS PUBLICS DE LA ZONE EURO EN PROIE À DES TENSIONS ACCRUES EN 2011

De manière générale, les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA ont baissé en 2011, à la fois dans la zone euro et aux États-Unis. Atteignant quelque 3,3 % début janvier de part et d'autre de

## Graphique 12 Rendements des emprunts publics à dix ans

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes : du 1<sup>er</sup> janvier 2006 au 2 mars 2012)



Sources : Thomson Reuters et BCE

Note : Le rendement des emprunts publics à dix ans de la zone euro inclut uniquement les pays notés AAA par Fitch.

l'Atlantique, ils sont revenus à 2,0 % aux États-Unis et à 2,6 % dans la zone euro fin décembre (cf. graphique 12).

Au cours des trois premiers trimestres 2011, les rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro et des États-Unis ont évolué largement de concert, poursuivant une tendance entamée vers la mi-2010. Durant le reste de l'année cependant, les rendements ont généralement divergé entre les deux régions, essentiellement parce que les rendements de la zone euro ont reflété les fluctuations rapides du sentiment du marché, lesquelles étaient, à leur tour, principalement liées aux évolutions de la crise de la dette souveraine.

En ce qui concerne la manière dont les rendements des emprunts publics ont évolué en 2011, deux phases peuvent être distinguées. En janvier et en février, les rendements des emprunts publics à dix ans ont progressé à la fois dans la zone euro et aux États-Unis, les publications économiques continuant de faire état d'une reprise économique solide. Dans la zone euro, le sentiment du marché a

contribué à soutenir ce mouvement, reflétant l'amélioration des conditions sur les marchés de la dette souveraine de pays confrontés à des tensions budgétaires, qui résultaient des anticipations relatives à l'élargissement du champ d'application et à l'accroissement de la taille du Fonds européen de stabilité financière (FESF). Aux États-Unis, les marchés des emprunts publics ont également été soutenus par les projets fiscaux annoncés par l'administration américaine en décembre 2010.

La seconde phase a débuté en mars, lorsque la tendance haussière des rendements des emprunts publics s'est arrêtée à la fois dans la zone euro et aux États-Unis, ouvrant la voie à une longue période de repli. Le renversement de tendance a été provoqué par les tensions politiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, ainsi que par le tremblement de terre au Japon. Dans l'ensemble, ces événements ont suscité, au niveau des investissements, des mouvements de report sur les valeurs sûres, essentiellement en faveur des actifs libellés en dollars des États-Unis et en euros. Le fléchissement des rendements était aussi partiellement imputable à une évaluation moins positive de la croissance aux États-Unis, dans le contexte du resserrement de la politique monétaire en Chine et du recul des prix des matières premières, que les intervenants de marché ont eu tendance à associer à des signes de ralentissement de l'économie mondiale. Dans la zone euro, le regain de tensions sur les marchés de la dette souveraine et les préoccupations croissantes concernant une éventuelle restructuration de la dette souveraine de la Grèce ont provoqué une baisse des rendements dans les pays notés AAA, sur fond de primes de liquidité élevées.

À partir du mois de juillet, la crise de la dette souveraine dans la zone euro a dépassé les frontières des plus petites économies et a commencé à s'étendre à certains grands pays également. Ce mouvement a provoqué un nouveau repli des rendements des emprunts publics à dix ans notés AAA, sur fond d'intensification des achats d'obligations dans un mouvement de report sur les valeurs sûres.

En dépit du regain d'incertitude sur les marchés début août, suscité par la dégradation de la dette souveraine des États-Unis par une des trois principales agences de notation et par les discussions sur le plafond de la dette publique américaine, la baisse des rendements liée aux phénomènes de report sur les valeurs sûres s'est poursuivie, certaines informations ayant confirmé l'assombrissement des perspectives économiques et les marchés ayant procédé à une réévaluation de l'évolution future des taux d'intérêt à court terme.

Au dernier trimestre de l'année, les rendements des emprunts publics à dix ans notés AAA dans la zone euro ont modérément progressé, culminant légèrement au-dessus de 3 % fin novembre, mais sont ensuite revenus à quelque 2,7 % à la fin de l'année. Aux États-Unis en revanche, les rendements des emprunts publics correspondants ont continué de se réduire, de quelque 20 points de base, pour s'établir à 2 %, à la suite de la persistance de l'appétence élevée des investisseurs internationaux pour les actifs libellés en dollars des États-Unis et de l'annonce par le Comité fédéral de *l'open market* de son intention d'augmenter l'échéance moyenne des titres du Trésor qu'il détient. La progression, durant cette partie de l'année, des rendements des emprunts publics de la zone euro notés AAA est imputable à la dynamique variable des différents pays de la zone euro notés AAA. Alors que les rendements des

emprunts publics de l'Allemagne et de la France ont affiché une évolution similaire au cours des trois premiers trimestres 2011, ils ont commencé à diverger en octobre, reflétant des différences croissantes dans les perceptions du risque souverain. Cette tendance a été particulièrement perceptible durant la première moitié du mois de novembre, lorsque les rendements des emprunts publics allemands ont poursuivi leur repli, conformément aux évolutions observées aux États-Unis, tandis que ceux des emprunts publics français ont sensiblement augmenté.

Les évolutions divergentes des rendements selon les pays, résultant soit de leur notation de crédit respective, soit de la perception par les marchés des données budgétaires fondamentales des différents pays, ont représenté une caractéristique essentielle des marchés des emprunts publics de la zone euro en 2011. De manière générale, le recul des rendements à long terme dans certains pays de la zone euro notés AAA et leur progression dans des pays de la zone euro plus faiblement notés ont pu être interprétés comme une indication que l'écart de risque entre les deux groupes de pays était perçu comme s'élargissant. Cependant, les évolutions parallèles positives des primes des *swaps* sur défaut (CDS) souverains pour tous les pays de la zone euro montrent que la dette souveraine était jugée comme étant devenue plus risquée dans l'ensemble de la zone euro, fût-ce à des degrés divers (cf. encadré 5).

#### Encadré 5

##### LES TURBULENCES SUR LES MARCHÉS DE LA DETTE SOUVERAINE DE LA ZONE EURO ET LES RÉPERCUSSIONS SUR LE SECTEUR FINANCIER EN 2011

Après l'introduction de l'euro en 1999, les rendements sur les marchés de la dette souveraine à long terme ont évolué en parallèle dans tous les pays de la zone euro et leurs niveaux ont globalement convergé. L'augmentation progressive et liée des corrélations par paire des rendements a reflété le sentiment des opérateurs de marché estimant que les risques étaient largement similaires dans tous les pays et que les risques souverains évoluaient de manière quasi parallèle. Néanmoins, les tensions financières, qui ont éclaté durant l'été 2007 pour s'intensifier environ un an plus tard avec la faillite de Lehman Brothers, ont induit des changements notables de ce profil. En fait, les corrélations entre les rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro ont

divergé depuis l'été 2007, les perceptions des marchés relatives aux fondamentaux budgétaires propres à chaque pays représentant un déterminant essentiel de cette évolution. Outre les marchés des obligations souveraines, l'augmentation de la perception du risque observée depuis l'été 2007 a également touché le secteur financier, dans une mesure qui a varié considérablement selon les pays de la zone euro. Le présent encadré passe succinctement en revue les fluctuations des relations sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro, ainsi que celles qui ont affecté la relation entre les marchés de la dette souveraine et le secteur financier.

Jusqu'à la mi-2007, les différences observées dans les rendements des emprunts d'État et dans les primes de *swap* sur défaut (*credit default swaps* - CDS) souverain dans la zone euro s'avéraient négligeables. Depuis lors, des écarts sont apparus ; ils ont atteint des niveaux sans précédent, en particulier pour les pays qui ont été confrontés à des problèmes budgétaires sérieux, à savoir l'Irlande, le Portugal et la Grèce. Ce phénomène a toutefois été observé dans un nombre plus important de pays de la zone euro à partir de 2010.

On peut présenter les modifications des relations, d'un pays à l'autre, entre les rendements des obligations souveraines et les primes des CDS souverains en utilisant des corrélations variables dans le temps basées sur l'estimation d'un modèle économétrique<sup>1</sup>. Le graphique A présente la fourchette (calculée comme étant le maximum moins le minimum) et la médiane des corrélations bilatérales des rendements des obligations souveraines à dix ans par rapport au rendement de l'emprunt public allemand à dix ans. Le graphique B présente, lui, la fourchette et la médiane correspondantes des corrélations bilatérales des primes de CDS dans le même ensemble de pays par rapport à la prime du CDS grec à cinq ans<sup>2</sup>. Globalement, les deux graphiques montrent qu'alors que les corrélations de rendement sont devenues négatives fin 2009, celles des CDS sont généralement restées positives, en dépit de fluctuations importantes et d'un recul tendanciel depuis 2010. La cause principale de l'évolution divergente des deux ensembles de corrélations réside dans le fait que les CDS sont essentiellement des mesures de risque de défaillance, alors que les rendements obligataires sont également affectés par les variations dans les préférences de liquidité qu'affichent les intervenants de marché, lesquelles ont joué un rôle essentiel lors des tensions récentes sur les marchés financiers. En fait, les tensions budgétaires s'étant intensifiées et généralisées dans la zone euro, les investisseurs ont eu tendance à placer des fonds en priorité sur les marchés obligataires perçus comme relativement plus liquides et plus sûrs, au premier rang desquels figure le marché obligataire allemand. L'apparition de corrélations négatives entre les rendements des emprunts publics dans la zone euro ne devrait dès lors pas être interprétée uniquement comme une indication que le risque de crédit s'est réduit pour certains pays, alors qu'il s'est accru pour d'autres. En fait, les corrélations bilatérales en recul, mais généralement toujours positives, entre les primes des CDS souverains de la zone euro et la prime de CDS payée sur la dette publique grecque depuis la mi-2010 indiquent que les risques souverains au sein de la zone euro étaient interdépendants, fût-ce à des degrés divers.

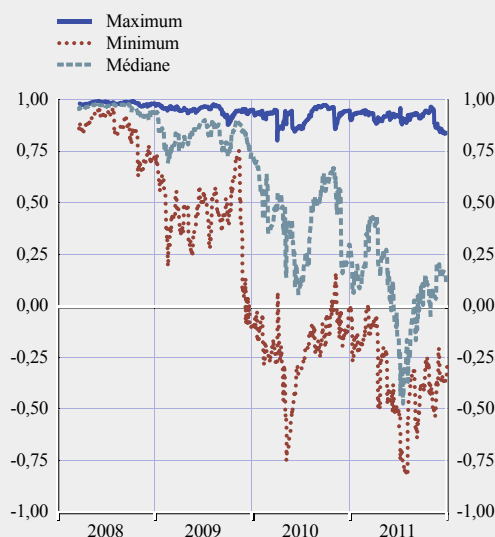
1 Les corrélations variables dans le temps sont calculées par le biais d'un modèle Garch multivarié. Même si elles pourraient, en principe, également se baser sur des corrélations entre les taux de variation des rendements et les CDS qui sont calculés sur des intervalles de temps d'une durée prédéfinie, la préférence est donnée à l'estimation basée sur le modèle, étant donné qu'il vaut mieux que l'intervalle de temps sur lequel les corrélations sont calculées soit choisi par le modèle lui-même et puisque les corrélations qui en résultent peuvent être interprétées davantage comme des « corrélations locales » (c'est-à-dire s'appliquant aux derniers points de l'échantillon sur lequel l'estimation est réalisée), plutôt que comme des corrélations moyennes dans l'échantillon donné.

2 Avec onze séries temporelles, chaque matrice de corrélation se compose de 55 séries temporelles, qu'il est impossible de représenter sur un simple graphique. Pour remédier à ce problème, des quantiles des 55 corrélations bilatérales sont calculés pour chaque jour de l'échantillon, à savoir les 5<sup>e</sup> et 95<sup>e</sup> quantiles, ainsi que la médiane. De cette manière, le grand nombre de séries temporelles de coefficients de corrélation est synthétisé par trois séries temporelles seulement.



**Graphique A Valeurs maximale, minimale et médiane des corrélations bilatérales par rapport au rendement de l'emprunt public allemand à dix ans**

(données quotidiennes : du 24 mars 2008 au 6 janvier 2012)

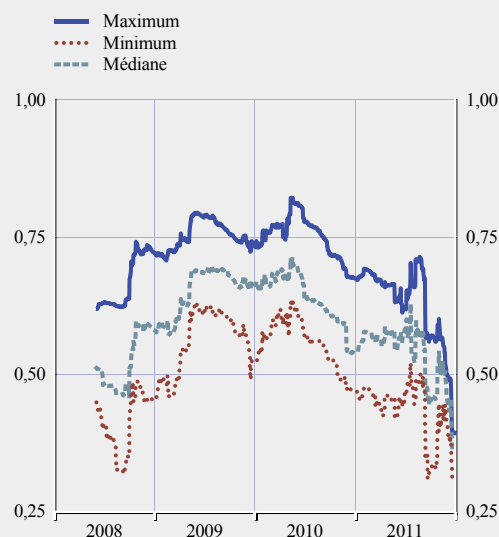


Sources : Thomson Reuters et BCE

Note : Les valeurs maximale, minimale et médiane quotidiennes sont calculées sur la base des dix corrélations bilatérales du rendement de l'emprunt public allemand par rapport aux rendements des emprunts publics à dix ans en Belgique, en Irlande, en Grèce, en Espagne, en France, en Italie, aux Pays-Bas, en Autriche, au Portugal et en Finlande.

**Graphique B Valeurs maximale, minimale et médiane des corrélations bilatérales par rapport à la prime du CDS grec à cinq ans**

(données quotidiennes : du 2 juin 2008 au 6 janvier 2012)



Sources : Thomson Reuters et BCE

Note : Les valeurs maximale, minimale et médiane quotidiennes sont calculées sur la base des dix corrélations bilatérales de la prime du CDS grec à cinq ans par rapport à la prime des CDS belge, allemand, irlandais, espagnol, français, italien, néerlandais, autrichien, portugais et finlandais à cinq ans.

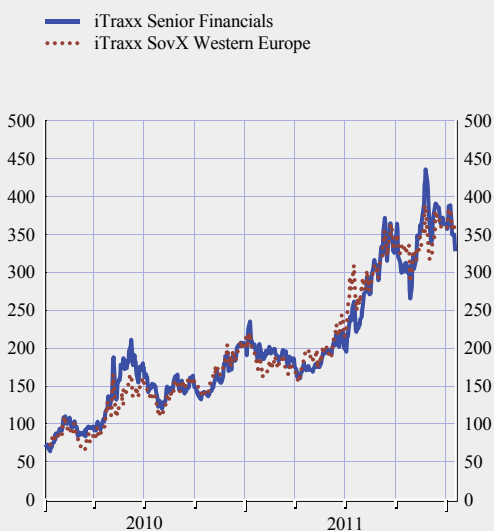
Plusieurs canaux ont joué un rôle dans l'interaction des risques entre le secteur souverain et le secteur financier. D'abord, l'exposition des systèmes bancaires de la zone euro au risque souverain a constitué une source de transmission directe des risques. Ensuite, le réseau interconnecté des établissements financiers et la complexité de leurs expositions croisées ont probablement entraîné une exposition indirecte au risque souverain de certains établissements financiers. Enfin, la perception des marchés selon laquelle, dans le cas d'une défaillance du système bancaire, les interventions publiques induiraient des coûts budgétaires, ainsi qu'un risque de défaut souverain accru.

Pour illustrer ces interactions, le graphique C montre les évolutions de deux indices iTraxx à cinq ans, à savoir le iTraxx SovX Western Europe et le iTraxx Senior Financials<sup>3</sup>. Le premier est l'agrégation de CDS souverains au niveau de la zone euro, tandis que le second prend en considération les CDS de 25 établissements financiers majeurs de la zone euro (tranches senior). Même si ces établissements financiers sont censés ne pas être fortement affectés par les évolutions des risques souverains, puisqu'ils ont des portefeuilles très diversifiés, leur risque de défaillance, tel qu'il est évalué par les CDS, s'est accru parallèlement au risque de défaut souverain, en particulier entre mars et octobre 2011. Les corrélations variables dans le temps entre ces deux indices de CDS, ainsi que leur volatilité respective, ont eu tendance à se renforcer depuis avril 2011 (cf. graphique D). À partir d'août 2011, à la suite de la réactivation du Programme

3 iTraxx SovX Western Europe est un indice composé de contrats basé sur les primes de CDS d'Europe occidentale pour une maturité donnée. iTraxx Senior Financials est un indice composé de contrats basé sur les primes de CDS de la tranche senior, pour une maturité donnée, de 25 établissements financiers majeurs de la zone euro. La composition détaillée de ces indices se trouve sur le site de Markit.

### Graphique C Indices iTraxx SovX Western Europe et iTraxx Senior Financials à cinq ans

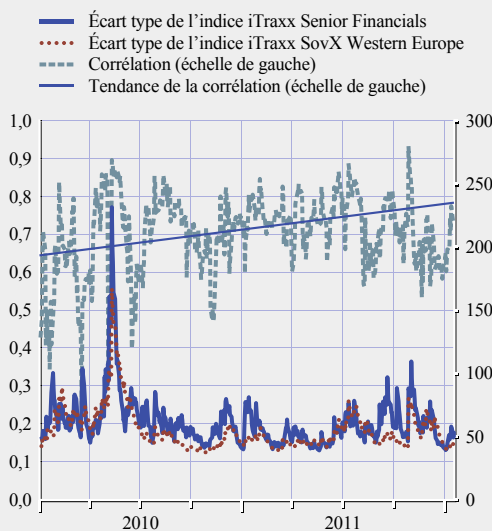
(données quotidiennes ; du 1<sup>er</sup> janvier 2010 au 18 janvier 2012)



Source : Bloomberg

### Graphique D Écarts types et corrélation variables dans le temps des indices iTraxx sélectionnés

(données quotidiennes ; du 1<sup>er</sup> janvier 2010 au 18 janvier 2012)



Sources : Bloomberg et BCE

Notes : L'axe de droite est exprimé en pourcentages annualisés. Les écarts types et la corrélation variables dans le temps sont calculés au moyen de modèles Garch bivariés pour les taux de change des deux indices iTraxx.

pour les marchés de titres (*Securities Markets Programme*) et des résultats du sommet de l'UE du 21 juillet, la corrélation a eu tendance à se réduire, même si elle est remontée, durant les quelques premiers jours de 2012, aux niveaux enregistrés fin août. La tendance haussière générale de la corrélation a souligné le risque accru que des crises d'événement de crédit se produisent conjointement dans les secteurs souverain et financier, *via* l'exposition croissante du système financier aux risques souverains.

En mars, les écarts de rendement des emprunts publics à dix ans par rapport à celui de l'emprunt public allemand correspondant ont commencé à se creuser en Grèce, en Irlande et au Portugal, en raison de la dégradation de leur dette souveraine ; ils se sont encore élargis en avril et en mai, la nécessité de restructurer la dette publique grecque retenant de plus en plus l'attention (cf. le graphique de l'encadré 1). Début juin 2011, les écarts de rendement de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal affichaient en moyenne un niveau supérieur de plus de 500 points de base à celui de mai 2010, lorsque les tensions sur les marchés de la dette souveraine avaient connu une première aggravation. À partir de juin 2011, les tensions liées à la dette ont commencé à toucher de plus

grands pays, notamment l'Italie et l'Espagne, dans le contexte des discussions relatives à la résolution de la crise de la dette souveraine dans la zone euro et de l'incertitude l'entourant. Après avoir atteint un pic durant la dernière semaine de novembre, les écarts de rendement des emprunts publics à dix ans par rapport aux emprunts publics allemands correspondants se sont nettement rétrécis vers la fin de l'année. Cette évolution résulte de l'amélioration du sentiment du marché avant le sommet des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro du 9 décembre, de la baisse des taux directeurs de la BCE, ainsi que des nouvelles mesures de politique monétaire non conventionnelles. De plus, les actions de plusieurs banques centrales des principales zones économiques

visant à accroître leur capacité de soutien à la liquidité dans le système financier international ont contribué à apaiser les tensions sur les marchés de la dette souveraine.

Après avoir légèrement progressé durant les trois premiers mois de 2011, les rendements réels ont commencé à fléchir, reflétant les risques géopolitiques accrus, ainsi que la détérioration des perspectives internationales. Début juin, le rendement des obligations à cinq ans de la zone euro indexées sur l'inflation était tombé à 0,5 %, alors que celui des obligations à dix ans s'établissait à 1,2 %. Par la suite, le repli des rendements réels s'est encore accéléré, comme le montre le niveau de 0,2 % et 0,8 % atteint en décembre par les rendements réels au comptant des emprunts à cinq et dix ans respectivement. Dans l'ensemble, le recul des rendements réels au cours de l'année a corroboré les données faisant état d'une dégradation des perspectives économiques et s'est généralement produit dans un contexte d'anticipations d'inflation globalement stables. Fin 2011, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans s'établissait à 2,4 %, soit 10 points de base de plus qu'un an auparavant, alors que des indications similaires émanaient des contrats de *swaps* indexés sur l'inflation.

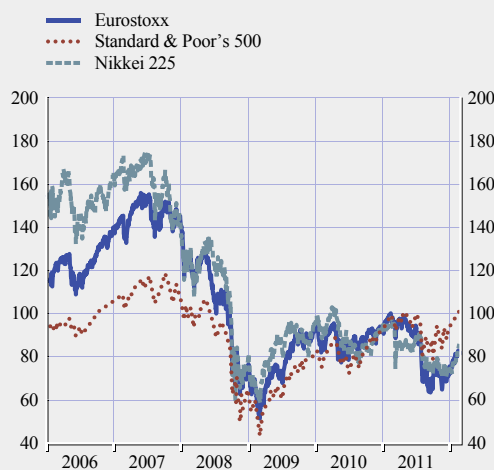
### LES COURS BOURSIERS SE SONT NETTEMENT REPLIÉS EN 2011

Globalement, les cours boursiers dans la zone euro ont chuté de quelque 20 % en 2011, alors que ceux des États-Unis n'ont guère varié pendant la même période (cf. graphique 13). Dans le même temps, les indices boursiers larges ont baissé de 7 % au Royaume-Uni et de 19 % au Japon. Le recul plus marqué de l'indice boursier de la zone euro par rapport à sa contrepartie américaine en 2011 résulte essentiellement des évolutions observées au second semestre de l'année et reflète dans une large mesure l'aggravation de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, ainsi qu'une croissance plus faible des bénéfices dans cette même zone.

Fin 2010 et durant les trois premiers mois de 2011, les indices boursiers ont progressé

**Graphique 13 Principaux indices boursiers**

(indices en nouvelle base : 4 janvier 2011 = 100 ; données quotidiennes : du 1<sup>er</sup> janvier 2006 au 2 mars 2012)



de part et d'autre de l'Atlantique, grâce à la publication de données économiques favorables, d'annonces encourageantes de résultats des entreprises et du léger rebond de l'appétence pour le risque. Globalement, les indices Dow Jones EuroStoxx et Standard & Poor's 500 ont gagné respectivement 9 % et 12 % entre fin novembre 2010 et fin mars 2011. Dans la zone euro, les cours boursiers du secteur financier, en hausse de quelque 15 %, ont affiché des gains plus importants que l'indice composite durant cette période. Dans le même temps, les cours du secteur industriel et des secteurs du pétrole et du gaz se sont également nettement appréciés, sur fond de croissance économique favorable.

En avril 2011, la tendance positive affectant les cours boursiers s'est arrêtée, sous l'effet principalement des tensions politiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, des conséquences effectives et attendues du tremblement de terre au Japon, ainsi que des tensions plus vives sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro. Ensuite, au cours du deuxième trimestre de l'année, les cours boursiers ont légèrement reculé à la fois aux États-Unis et dans la zone euro, étant donné que les intervenants de marché

ont commencé à intégrer les implications de la réévaluation des perspectives de croissance internationale.

La correction des cours boursiers s'est accélérée au troisième trimestre, reflétant les réactions négatives du marché à l'égard de la dégradation de la dette souveraine des États-Unis par une des principales agences de notation et l'incertitude croissante entourant l'ampleur de la propagation de la crise de la dette souveraine de la zone euro. D'une manière générale, l'indice Dow Jones Eurostoxx a baissé de 23 % environ durant les trois mois allant jusqu'à fin septembre, tandis que l'indice Standard & Poor's 500 a perdu 14 %. Dans le même temps, les valeurs financières dans la zone euro ont chuté de quelque 30 % par rapport à fin mai, les services collectifs et les entreprises industrielles ayant également affiché des pertes importantes. Les évolutions ont été comparables aux États-Unis, où les cours des actions financières et industrielles ont reculé de plus de 20 % pendant la même période.

Les évolutions négatives des cours boursiers au troisième trimestre 2011 ont non seulement été influencées par les facteurs précités, mais ont également résulté des faibles bénéfices des entreprises. Le taux de croissance annuel des bénéfices effectifs par action des entreprises de la zone euro figurant dans l'indice Dow Jones Eurostoxx est revenu de 29 % en mai à 20 % en août. Le taux de croissance attendu des bénéfices par action à court terme s'est également inscrit en baisse, revenant de 12 % en mai à 10 % en août.

Au dernier trimestre de l'année, les cours boursiers ont renoué avec une tendance haussière de part et d'autre de l'Atlantique, en dépit d'une augmentation de la volatilité implicite des indices boursiers larges, de vives tensions sur plusieurs segments de marché et de l'incertitude entourant la croissance économique mondiale. Notamment, l'indice boursier large Dow Jones Eurostoxx et l'indice Standard & Poors's 500 ont gagné respectivement quelque 5 et 10 % au cours de ce trimestre. Sur l'ensemble de la période, les fluctuations du sentiment du marché

liées à la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont continué de peser sur les cours boursiers de cette même zone. Néanmoins, en particulier durant les mois de novembre et décembre, les cours des actions ont été soutenus par les publications de données économiques meilleures que prévu aux États-Unis, par l'évolution positive du sentiment de marché avant les réunions des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro des 26 octobre et 9 décembre, par les actions coordonnées prises par plusieurs banques centrales au niveau international en vue d'accroître leur capacité à fournir des liquidités au système financier international et par les réductions des taux d'intérêt directeurs de la BCE, ainsi que par l'adoption de nouvelles mesures de politique monétaire non conventionnelles.

La dernière partie de l'année a vu des évolutions sectorielles contrastées des indices boursiers de la zone euro : les reculs se sont concentrés dans les secteurs financiers, des télécommunications et des services collectifs et les cours ont progressé dans tous les autres secteurs, en particulier celui du pétrole et du gaz. Les contre-performances des cours des actions financières de la zone euro ont reflété les évolutions de la crise de la dette souveraine de cette même zone et leurs implications sur la solidité du secteur bancaire par le biais des emprunts publics que celui-ci détient, ainsi que les dégradations de notation et les tensions accrues sur les marchés de financement des banques.

### **LES EMPRUNTS DES MÉNAGES SONT RESTÉS MODÉRÉS**

Le taux de croissance annuel du total des prêts consentis aux ménages s'est infléchi en 2011, revenant de 2,5 % en décembre 2010 à 1,5 % environ en décembre 2011. Cette évolution résulte du recul de la contribution des prêts aux ménages restant dans les bilans des IFM (c'est-à-dire non corrigés des cessions ou des titrisations), qui s'est quasiment réduite de moitié par rapport à 2010, tandis que la contribution du taux de croissance annuel des prêts consentis par les non-IFM, en nette hausse, est devenue

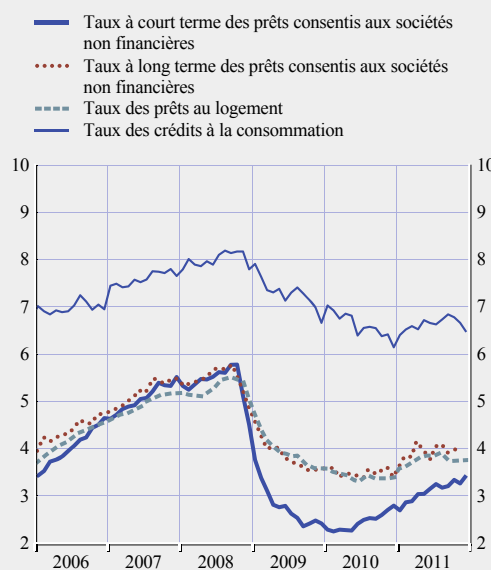
positive (le taux de croissance annuel de ces prêts est passé de -2,4 % en décembre 2010 à 2,3 % en décembre 2011). Les évolutions contrastées des prêts octroyés aux ménages par les IFM et de ceux octroyés par les non-IFM reflètent essentiellement le fait que les flux de titrisation représentent la majeure partie des prêts consentis par les non-IFM. Ces flux ont été très importants au second semestre 2011, après une année 2010 caractérisée par des activités de titrisation très limitées.

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 au logement (corrigé des cessions et des titrisations de prêts), qui s'était établi à 3,1 % fin 2010, est demeuré largement inchangé au premier semestre de l'année, avant de se replier progressivement au second, pour atteindre 1,9 % en décembre 2011. Le profil de croissance des prêts au logement a sans doute reflété des facteurs à la fois de demande et d'offre. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro a identifié le ralentissement observé de l'activité économique, ainsi que la dégradation des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel comme étant les principaux moteurs du recul notable de la demande nette des prêts au logement, en particulier au second semestre de l'année. Au niveau de l'offre, l'enquête a fait apparaître une progression du pourcentage net des banques faisant état d'un durcissement de leurs critères d'octroi de crédits, particulièrement vers la fin de l'année. En effet, malgré le repli des taux du marché, ceux appliqués par les banques aux prêts au logement ont légèrement augmenté en 2011 (progressant en moyenne de 36 points de base), les hausses les plus significatives ayant été observées pour les prêts assortis d'un taux variable ou d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an.

Le taux de croissance annuel des crédits à la consommation est resté négatif en 2011. En léger repli, il est revenu de -1,2 % en décembre 2010 à -2,0 % en décembre 2011. L'évolution atone de ces crédits est largement

#### Graphique 14 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

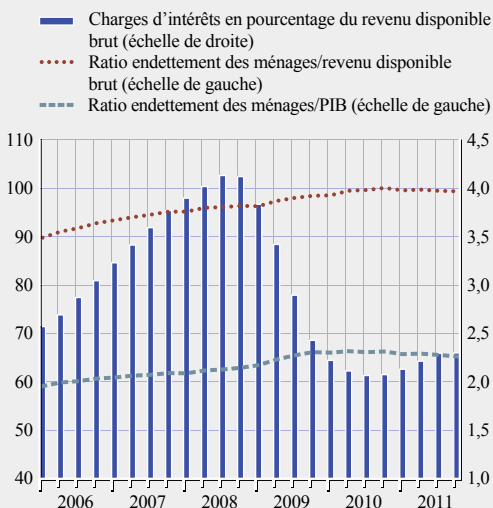
imputable à des facteurs de demande et est conforme aux résultats des enquêtes auprès des consommateurs, en particulier en ce qui concerne la volonté limitée des consommateurs d'effectuer des achats importants. La croissance modeste du revenu disponible réel des ménages et le niveau toujours très élevé de leur endettement ont sans doute pesé sur la demande de crédits à la consommation. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire a fait état à la fois d'un fléchissement de la demande et d'un durcissement des critères d'octroi de ce type de crédit. Les taux appliqués par les banques aux crédits à la consommation ont augmenté en moyenne de 32 points de base en 2011, effaçant partiellement le recul observé en 2010 (cf. graphique 14).

#### L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES S'EST LÉGÈREMENT RÉSORBÉ, MAIS EST RESTÉ ÉLEVÉ

En 2011, l'encours de l'endettement des ménages de la zone euro a progressé modérément, de 1,5 % environ, en termes nominaux. Cette progression a cependant été inférieure à la hausse de leur revenu nominal, qu'il soit mesuré

### Graphique 15 Endettement des ménages et charges d'intérêts

(en pourcentage)

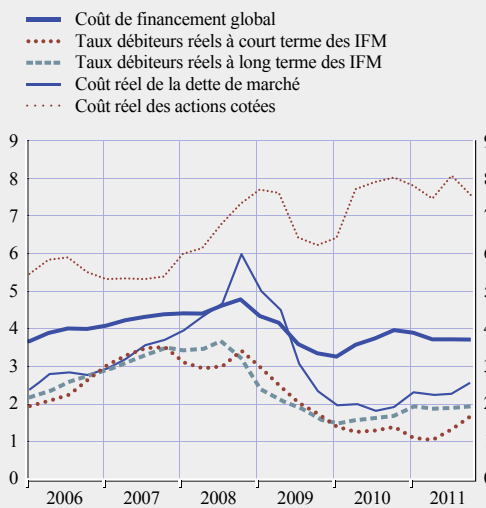


Sources : BCE et Eurostat

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.

### Graphique 16 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 émissions d'obligations et du coût des augmentations de capital, 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).

par le revenu disponible brut ou par le PIB. En conséquence, les ratios d'endettement des ménages auraient marginalement baissé en 2011 en comparaison des niveaux atteints fin 2010 : le ratio serait revenu de 100,1 % à 99,4 % par rapport au revenu disponible brut et de 66,3 % à 65,2 % par rapport au PIB (cf. graphique 15). Les charges d'intérêts des ménages (mesurées comme le rapport entre les paiements d'intérêts et le revenu disponible brut) ont quelque peu augmenté en 2011, reflétant principalement la hausse modérée des taux débiteurs bancaires.

### LE COÛT DU FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EST DEMEURÉ CONTENU EN 2011

Le coût réel du financement externe des sociétés non financières fin 2011 s'est légèrement replié par rapport à fin 2010. Après avoir reculé au cours du premier semestre de l'année, le coût réel global du financement externe est resté globalement inchangé lors du second semestre, dans un contexte de regain des tensions sur les

marchés financiers liées à la crise de la dette souveraine. Les évolutions globales masquent certaines différences entre les sources de financement. Le coût réel des émissions de titres de créance comme des prêts bancaires à court terme a progressé considérablement au cours du second semestre 2011, tandis que les taux des prêts bancaires à long terme sont demeurés largement inchangés au cours de l'année et que le coût réel des émissions d'actions a oscillé à des niveaux historiquement élevés (cf. graphique 16). Globalement, le coût réel du financement externe en 2011 est demeuré contenu à un niveau légèrement inférieur à la moyenne historique.

S'agissant du coût du financement bancaire, les taux débiteurs réels à court terme des IFM sont passés d'environ 1,4 % en décembre 2010 à 1,7 % fin 2011. Les taux des prêts bancaires à court terme ont largement reflété les évolutions des taux du marché monétaire. L'Euribor 3 mois a augmenté d'environ 40 points de base entre

fin 2010 et fin 2011. Les évolutions des taux des prêts à court terme peuvent aussi s'expliquer par la détérioration de la solvabilité des sociétés dans certaines juridictions et par les tensions écornant les conditions de financement bancaire. Globalement, l'écart dans la zone euro entre les taux débiteurs à court terme des IFM et le taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire est resté sensiblement stable au cours des trois premiers trimestres 2011, avant de s'accroître lors du dernier trimestre. Dans le cas d'échéances plus longues, les taux débiteurs réels et nominaux des IFM se sont redressés d'environ 20 points de base au cours du premier trimestre 2011, et sont restés largement inchangés par la suite. Les écarts entre les taux débiteurs à long terme des banques et les rendements des emprunts publics à long terme notés AAA se sont resserrés début 2011 avant de se creuser au cours de l'année, reflétant principalement les fluctuations des rendements des emprunts publics en raison de mouvements de report vers la valeur refuge que constitue l'Allemagne.

L'évolution des taux débiteurs des IFM enregistrée en 2011 n'a peut-être pas reflété entièrement la recrudescence des tensions sur les marchés financiers durant le second semestre de l'année. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, une détérioration significative de l'accès des banques au financement de marché et de leurs positions de liquidité a été observée au cours du second semestre 2011, ce qui a contribué à un durcissement substantiel des critères d'octroi des crédits au secteur privé.

Le coût réel du financement par endettement de marché a augmenté d'environ 70 points de base entre décembre 2010 et décembre 2011, tout en restant à des niveaux historiquement plutôt favorables. Cette augmentation a principalement été enregistrée lors du second semestre 2011, dans le contexte de tensions sur les marchés des obligations souveraines s'étendant à d'autres compartiments des marchés financiers. Les investisseurs financiers se tournant vers des actifs plus liquides et plus sûrs, les 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 à long terme de la zone euro) se sont creusés quelque peu dans toutes les catégories de notation, bien que cette hausse ait été plus marquée pour les emprunts à rendement élevé.

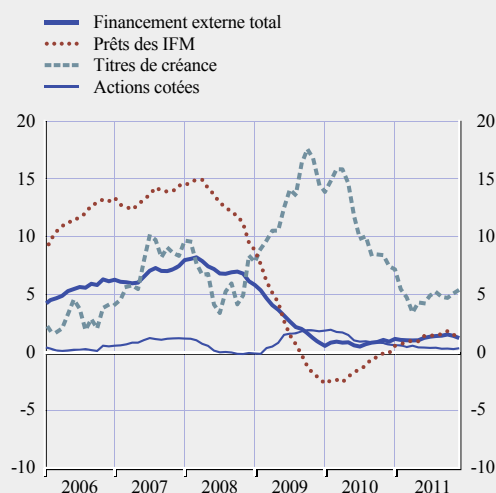
Le coût réel de l'émission d'actions cotées a quelque peu fluctué tout au long de l'année et a fini en baisse d'environ 50 points de base en décembre 2011 par rapport au même mois en 2010. En moyenne, le coût réel de l'émission d'actions est demeuré proche des pics historiques en 2011.

### RECOURS MODÉRÉ AU FINANCEMENT EXTERNE EN 2011

Le taux de croissance annuel en volume du financement externe des sociétés non financières de la zone euro est resté globalement inchangé à des niveaux modérés en 2011, puisque la stabilisation continue des prêts des IFM a été largement contrebalancée par un recul des émissions de la dette de marché et par une faible activité persistante en matière d'émissions d'actions cotées (cf. graphique 17).

**Graphique 17 Ventilation par instruments du financement externe des sociétés non financières**

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Note : Les actions cotées sont libellées en euros.

Ce processus de réintermédiation, entamé début 2010, semble s'être interrompu au cours du second semestre 2011, dans un contexte de recours modéré global au financement externe.

Plus précisément, après la nette contraction du marché observée entre 2008 et 2010, la normalisation du financement bancaire du secteur privé a été concentrée principalement dans le domaine des prêts à court terme. En moyenne en 2011, le taux de croissance annuel des prêts à court terme (c'est-à-dire ceux assortis d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an) a rebondi de quelque 10 points de pourcentage par rapport à l'année précédente, 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) a légèrement diminué. Quant au financement de marché, le taux de progression annuel moyen des émissions de titres de créance en 2011 est demeuré nettement inférieur à celui enregistré en 2010. Dans le même temps, les émissions d'actions cotées sont demeurées contenues et ont eu tendance à continuer à diminuer en 2011.

La relative faiblesse de la demande globale de financement externe s'explique notamment par un resserrement des conditions du crédit et un ralentissement de l'activité économique au cours du second semestre de l'année. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la demande de crédits des entreprises au cours des deux premiers trimestres 2011 a été stimulée par un besoin accru de financer les investissements et les stocks, mais elle a à nouveau reculé au cours du second semestre de l'année. La disponibilité de ressources internes peut également expliquer la dynamique modérée du financement externe, en particulier en ce qui concerne les grandes et moyennes entreprises. En effet, fondée sur les états financiers de sociétés non financières cotées, la rentabilité, mesurée par le rapport du résultat net au chiffre d'affaires, est demeurée élevée au cours des trois premiers trimestres 2011, aux niveaux constatés en 2010. Grâce notamment au commerce extérieur toujours soutenu durant le premier semestre 2011, les ventes nettes des

entreprises ont poursuivi leur progression, à un rythme toutefois inférieur à celui de l'année précédente. En ce qui concerne les petites entreprises, les enquêtes de la BCE sur l'accès des petites et moyennes entreprises au financement dans la zone euro ont présenté un tableau plus sombre, prévoyant des conditions défavorables en termes de bénéfices, et ce jusqu'au troisième trimestre 2011, lesquelles ont pu se dégrader davantage lors du dernier trimestre<sup>3</sup>.

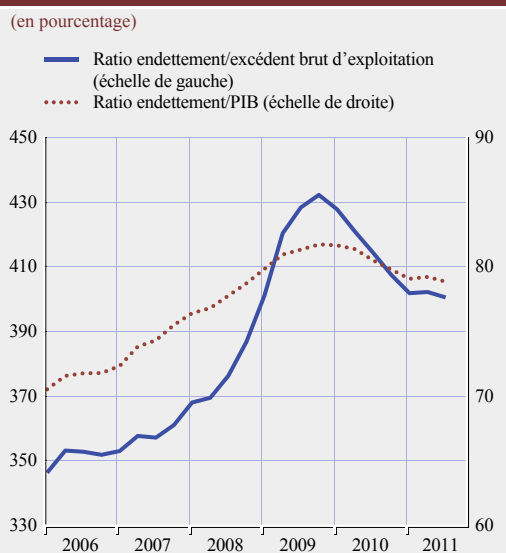
#### **STABILISATION DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES EN 2011**

Dans le contexte d'un ralentissement de l'activité économique, et à partir de données agrégées, les résultats des entreprises ont reculé quelque peu au premier semestre 2011 par rapport à fin 2010. Toutefois, au cours de la même période, une politique de dividende prudente globale a entraîné une stabilisation du taux d'épargne du secteur des sociétés non financières de la zone euro à des niveaux plutôt élevés. Par conséquent, la formation brute de capital fixe étant largement financée par des fonds générés en interne, le besoin de financement (de manière générale, la mesure dans laquelle les sociétés non financières doivent recourir à des sources de financement externes pour financer leurs investissements) est resté modéré au cours du premier semestre 2011. Sur la même période, toutefois, la normalisation de la demande de crédits des entreprises a entraîné un recours légèrement accru au financement externe de la part du secteur des sociétés. Dès lors, le premier semestre 2011 a marqué une pause dans la tendance baissière de l'endettement des entreprises observée tout au long de 2010 (cf. graphique 18). Plus précisément, au cours des trois premiers trimestres, le ratio de l'endettement par rapport au PIB et celui de l'endettement par rapport à l'excédent brut d'exploitation est resté globalement stable à environ 79 % et 400 % respectivement. Bien que les entreprises améliorent leur situation financière et leur bilan depuis fin 2009, les ratios

<sup>3</sup> Cf., par exemple, le rapport intitulé *Enquête sur l'accès des petites et moyennes entreprises au financement dans la zone euro – avril à septembre 2011*, BCE, décembre 2011



### Graphique 18 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 2011.

d'endettement demeurent élevés au regard du passé. Le secteur des entreprises de la zone euro reste donc vulnérable au risque de hausse des coûts de financement externe ou à une atonie de l'activité économique.

### 2.3 LES ÉVOLUTIONS DE PRIX ET DE COÛTS

En 2011, la hausse de l'IPCH global, qui était passé de 0,3 % en 2009 à 1,6 % en 2010, s'est élevée à 2,7 % en moyenne. Depuis fin 2010, les taux d'inflation annuels sont restés nettement supérieurs à 2 %, alimentés pour l'essentiel par les taux de progression annuels soutenus des prix de l'énergie et des produits alimentaires, en liaison avec les envolées des cours mondiaux des matières premières. Dans certaines économies de la zone euro, des relèvements de la fiscalité indirecte et des prix réglementés ont également engendré des taux d'inflation plus élevés.

Comme en témoignent les évolutions des prix à la production et les données d'enquêtes, les tensions externes sur les prix ont été particulièrement vigoureuses tout au long du premier semestre 2011, en raison de la hausse des cours du pétrole et des autres matières premières. Par la suite, il s'est avéré que ces tensions se sont apaisées, principalement sous l'effet de la modération des prix des matières premières.

À la suite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail au cours du premier semestre de l'année, les coûts de la main-d'œuvre se sont progressivement accrus en 2011. La croissance des salaires a nettement augmenté, sans toutefois atteindre le niveau observé en 2008. Sous l'effet d'un ralentissement sensible de l'activité à partir du deuxième trimestre de 2011, la productivité du travail annuelle a augmenté à un taux inférieur à celui de 2010. Par conséquent, les coûts unitaires de la main-d'œuvre se sont nettement accentués, après avoir été négatifs sur l'ensemble de l'année 2010.

Dans un environnement d'inflation accrue en 2011, l'inflation perçue et l'inflation attendue à court terme par les consommateurs ont continué de grimper à partir de leurs niveaux très faibles de 2009. En revanche, les anticipations d'inflation à long terme, mesurées par des enquêtes, ont été très stables.

### L'INFLATION MESURÉE PAR L'IPCH S'EST MAINTENUE À UN NIVEAU NETTEMENT SUPÉRIEUR À 2 % AU COURS DE 2011

Les cours des matières premières ont constitué le principal moteur de l'inflation dans la zone euro en 2011. Ils ont fléchi fortement lors de la phase de ralentissement mondial qui a suivi la faillite de Lehman Brothers en 2008, mais sont revenus à leurs pics précédents début 2011. L'encadré 6 compare les hausses des cours des matières premières en 2011 et 2008, ainsi que leur incidence sur l'inflation dans la zone euro mesurée par l'IPCH.

## L'ÉVOLUTION DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES ET L'INFLATION MESURÉE PAR L'IPCH DANS LA ZONE EURO : UNE COMPARAISON DES ENVOLÉES DE 2008 ET 2011

Les cours des matières premières ont constitué un élément déterminant de l'inflation dans la zone euro en 2011. La forte baisse de ces cours lors du ralentissement mondial qui a suivi la faillite de Lehman Brothers s'est rapidement inversée, et, début 2011, les cours des matières premières étaient proches de leurs sommets atteints antérieurement. Dans ce contexte, le présent encadré compare l'envolée des cours des matières premières de 2011 avec celle de 2008 et examine leur incidence sur l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro.

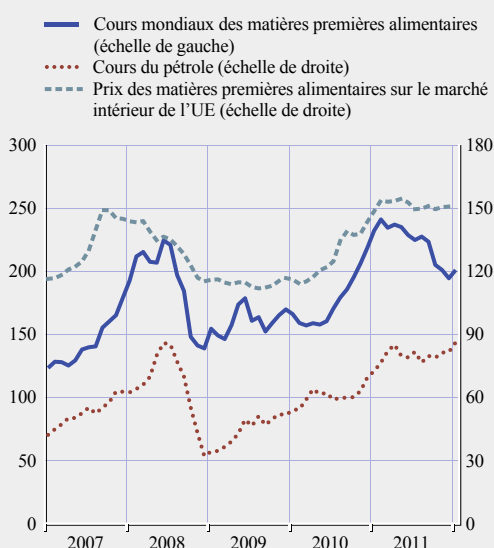
### Les cours des matières premières

Les cours des matières premières qui ont l'incidence la plus directe sur la hausse des prix à la consommation sont ceux du pétrole et des matières premières alimentaires<sup>1</sup>. Leur évolution est, dans une large mesure, déterminée par le cycle économique mondial, et les envolées de 2008 et 2011 ont reflété une demande particulièrement soutenue des économies émergentes en forte expansion. Dans le même temps, les cours du pétrole et des produits alimentaires ont été affectés par des facteurs spécifiques de l'offre, tels que les tensions géopolitiques ou les conditions climatiques extrêmes dans les pays producteurs de matières premières. Les deux périodes sous revue présentent une caractéristique commune : ces perturbations de l'offre sont intervenues lorsque la demande était déjà très forte. En 2008, les tensions sur le marché du pétrole qui en ont résulté étaient, en outre, accrues en raison des inquiétudes liées aux niveaux des stocks relativement bas.

Dans le cas des cours du pétrole, le pic de l'envolée de 2011 a été inférieur à celui de l'envolée de 2008 exprimé en dollars des États-Unis, mais a été approximativement au même niveau que celui mesuré en euros, à 85 euros le baril (cf. graphique A). Quant aux cours des matières premières alimentaires exprimés en euros, le pic atteint en 2011 a été supérieur à celui atteint en 2008. Pendant ces deux périodes, les cours ont été entraînés par une demande robuste, émanant à la fois des économies de marché émergentes et des pays industrialisés, les premières affectant surtout les aliments riches en protéines, tels que la viande et les produits laitiers, et les seconds centrés sur les céréales et les oléagineux, dans le contexte d'une production de biocarburants

### Graphique A Évolution des cours des matières premières

(indices des prix des produits alimentaires : 2005 = 100 ; cours du pétrole en euros)



Sources : HWWI, direction générale de l'Agriculture et du Développement rural de la Commission européenne et calculs de la BCE

<sup>1</sup> Les cours des matières premières industrielles ne se reflètent pas directement dans les prix à la consommation et ne font dès lors pas l'objet d'une analyse dans le présent encadré.

en forte croissance. Toutefois, les conditions de l'offre à l'échelle mondiale ayant eu du temps pour s'adapter, il se peut que la forte demande déclenchée par ces modifications de régimes alimentaires ou de la politique énergétique ait eu une incidence moindre en 2011.

En ce qui concerne les cours des matières premières alimentaires, il convient de garder à l'esprit que, dans le cas de la zone euro, la Politique agricole commune de l'UE joue un rôle majeur dans la transmission des chocs ayant affecté les cours des matières premières alimentaires. Bien que les cours fixés dans le cadre de cette politique aient également enregistré un pic plus élevé lors de l'envolée de 2011 que lors de celle de 2008, la différence était moins marquée que dans le cas des cours internationaux des matières premières. Il est essentiel de noter que les cours agrégés des matières premières alimentaires au niveau de l'UE

masquent des évolutions très différentes dans certaines catégories (cf. graphique B). Ainsi, dans le cas des céréales et des produits laitiers, les prix observés en 2011 n'ont pas atteint les niveaux enregistrés en 2008, alors que les prix agrégés de l'ensemble des produits alimentaires étaient, eux, plus élevés. En outre, les pics respectifs des prix ont aussi eu lieu à des moments quelque peu différents. Par exemple, s'agissant des produits laitiers, les cours avaient atteint un pic dès fin 2007, tandis que les prix de la viande ne l'ont atteint que début 2009. Ces différences s'avèrent importantes, dans la mesure où la structure de la transmission des cours des matières premières aux prix à la consommation varie d'un produit alimentaire à l'autre.

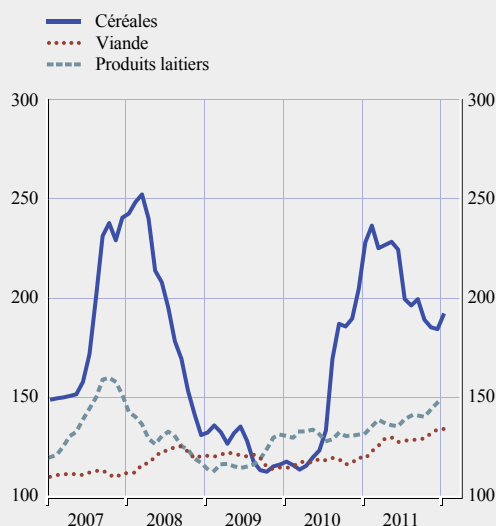
### L'incidence sur l'inflation mesurée par l'IPCH

L'incidence la plus rapide et la plus notable des hausses des cours des matières premières sur l'inflation mesurée par l'IPCH s'exerce via leur effet direct sur les prix à la consommation de l'énergie et des produits alimentaires. En effet, lors des pics des cours des matières premières mi-2008 et début 2011, ces deux composantes ont représenté environ 60 % des niveaux élevés de l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro.

La hausse des prix de l'énergie début 2011 s'est élevée à environ 12 %, une progression légèrement plus faible que les taux moyens observés mi-2008 (cf. graphique C). Les variations des cours du pétrole ont un effet quasi immédiat sur les prix des carburants au sein de la composante énergie de l'IPCH, en particulier les carburants pour les moyens de transport personnels. Par conséquent et étant donné leur pondération, les prix des carburants ont représenté la plus grande part du niveau et de la tendance de la hausse des prix de l'énergie au cours des deux périodes sous revue. Les taxes ont eu une incidence accrue à la hausse lors de l'envolée de 2011, laquelle a toutefois été contrebalancée par le fait que les marges de raffinage étaient inférieures à la moitié de celles enregistrées en 2008. Les prix du gaz et de l'électricité ne sont pas immédiatement affectés par les variations des cours du pétrole, ayant plutôt tendance à réagir avec un décalage de quelques

**Graphique B Évolution des prix des matières premières alimentaires sur le marché intérieur de l'UE**

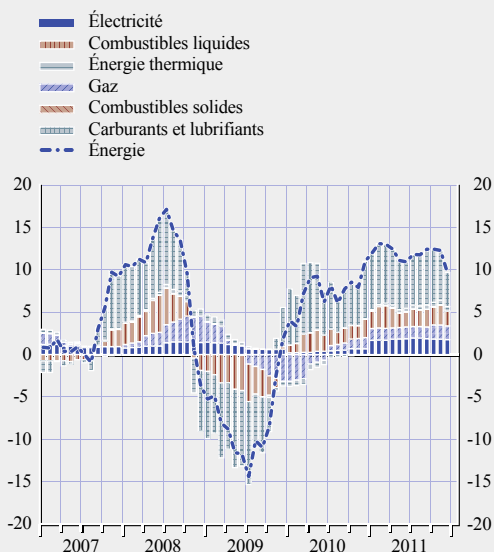
(indice : 2005 = 100)



Source : Direction générale de l'Agriculture et du Développement rural de la Commission européenne

### Graphique C Contributions à la hausse des prix de l'énergie

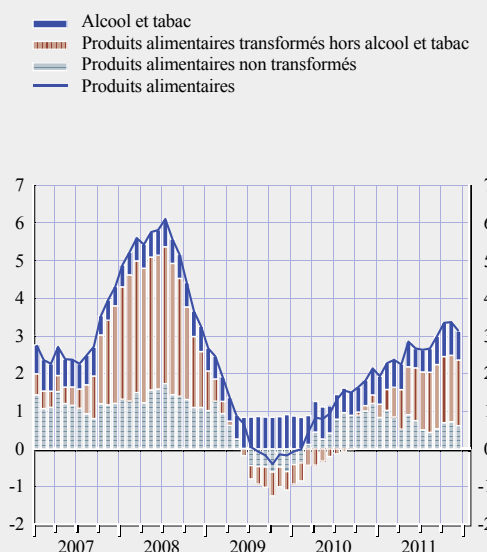
(points de pourcentage ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

### Graphique D Contributions à la hausse des prix des produits alimentaires

(points de pourcentage ; variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

mois. Les dissimilitudes entre les pics d'inflation de 2008 et 2011 concernent en premier lieu les contributions relatives de ces deux composantes des prix de l'énergie : les prix du gaz ont apporté une plus forte contribution en 2008, tandis que les prix de l'électricité ont apporté une plus forte contribution en 2011. Le rôle moindre des prix du gaz en 2011 pourrait s'expliquer par le développement progressif des marchés au comptant lors de ces dernières années, ce qui a pu peser sur l'incidence des prix du gaz indexés. L'augmentation de la contribution des prix de l'électricité en 2011 s'avère être largement liée à la hausse des prix des ressources renouvelables et à des modifications de la fiscalité.

Contrairement à la hausse des prix de l'énergie, la hausse annuelle des prix des produits alimentaires a été moins élevée en 2011 qu'en 2008. De fait, à des taux de près de 3 %, la hausse annuelle des prix des produits alimentaires de 2011 ne représentait plus qu'environ la moitié de celle de 2008 (cf. graphique D). L'évolution des cours des matières premières alimentaires, ainsi que les conditions de l'offre au niveau régional, ont un effet direct et quasi immédiat sur les prix des produits alimentaires non transformés. La contribution des prix des produits alimentaires non transformés à la hausse globale des prix des produits alimentaires a été largement identique en 2011 et 2008, malgré les différences observées dans certaines sous-composantes, comme la viande et les légumes. Cette différence entre les pics de hausses des prix des produits alimentaires de 2011 et 2008 s'explique essentiellement par les prix des produits alimentaires transformés (hors alcool et tabac), pour lesquels l'incidence des cours des matières premières s'exerce indirectement par le biais des prix à la production.

Pour ce qui est des prix des produits alimentaires transformés, leur contribution au pic d'inflation début 2011 n'a représenté que la moitié de celui enregistré lors du pic de 2008. En particulier, les contributions des produits laitiers et du pain et des céréales ont été bien supérieures

en 2008, ce qui est conforme au profil des prix correspondants des matières premières au sein du marché intérieur de l'UE et à la constatation selon laquelle la transmission est nettement plus prononcée dans le cas des produits laitiers que dans le cas d'autres types de produits alimentaires transformés<sup>2</sup>. En 2011, les différentes sous-composantes ont donc contribué dans des proportions assez similaires les unes aux autres à la hausse des prix des produits alimentaires transformés, la catégorie comprenant le café, le thé et le cacao, et celle comprenant les huiles et les graisses contribuant presque autant que les produits laitiers. Par ailleurs, une contribution plus faible des prix des produits alimentaires transformés à la hausse globale des prix des produits alimentaires en 2011 est susceptible de refléter le contexte économique plus difficile de ces dernières années, qui a pesé sur la transmission des tensions sur les cours des matières premières.

En résumé, le présent encadré montre que les évolutions similaires des cours du pétrole et des matières premières alimentaires lors des envolées de 2008 et 2011 ont été accompagnées de tendances différentes au sein des composantes correspondantes de l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro. D'une part, le pic de la hausse des prix de l'énergie en 2011 a globalement correspondu à celui de 2008 et au profil de l'évolution des cours du pétrole durant ces années. D'autre part, la hausse des prix des produits alimentaires en 2011 a été plus modérée qu'en 2008, reflétant une transmission plus limitée en raison de la structure différente des prix des matières premières au niveau désagrégé et d'un contexte généralement plus difficile pour la transmission des coûts au cours de ces dernières années. Globalement, toutefois, l'évolution observée en 2011 est conforme à l'idée selon laquelle l'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro est extrêmement sensible aux variations des cours des matières premières, et que des effets directs sur l'inflation mesurée par l'IPCH sont généralement inévitables. Dès lors, un processus approprié de fixation des salaires et des prix est nécessaire afin d'éviter la matérialisation d'effets de second tour et une incidence soutenue sur l'inflation à moyen terme.

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

Sous l'effet du renchérissement du pétrole, la variation annuelle de la composante énergie de l'IPCH, représentant 10,4 % de l'IPCH global, a continué d'afficher des niveaux supérieurs à 10 % tout au long de l'année 2011, atteignant une moyenne sur 12 mois de 11,9 %. L'impact de cette hausse s'est particulièrement fait sentir sur les prix des postes directement liés aux cours du pétrole, tels que les combustibles liquides, et les carburants et lubrifiants destinés aux moyens de transport personnels. En outre, l'on a assisté à une augmentation prononcée des prix de l'électricité, du gaz et du fioul domestique.

Reflétant les évolutions des cours internationaux des matières premières alimentaires, la composante produits alimentaires de l'IPCH a continué à s'accroître, en particulier les prix des produits alimentaires transformés,

qui ont progressé régulièrement en 2011. Le taux de variation annuel moyen des prix de la composante produits alimentaires transformés s'est établi à 3,3 % en 2011, soit une hausse nettement plus élevée que celle de 2010 (0,9 %) et de 2009 (1,1 %). À titre de comparaison, les prix des produits alimentaires non transformés ont affiché une tendance à la baisse en 2011, dans le contexte d'une certaine volatilité mensuelle. En termes de moyenne annuelle, les prix des produits alimentaires non transformés ont également augmenté, bien qu'à un taux inférieur à celui des prix des produits alimentaires transformés (1,8 % en 2011, contre 1,3 % en 2010 et 0,2 % en 2009).

Hors énergie et produits alimentaires, l'inflation moyenne mesurée par l'IPCH a été plus élevée en 2011 qu'en 2010, en raison de certains facteurs extérieurs et intérieurs. L'inflation des

## Tableau I Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2009	2010	2011	2010 T4	2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4	2012 Janv.	2012 Fév.
<b>IPCH et composantes</b>										
Indice global <sup>1)</sup>	0,3	1,6	2,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,9	2,6	2,7
Énergie	-8,1	7,4	11,9	9,2	12,7	11,5	12,0	11,5	9,2	.
Produits alimentaires non transformés	0,2	1,3	1,8	2,7	2,3	1,9	1,3	1,8	1,6	.
Produits alimentaires transformés	1,1	0,9	3,3	1,3	2,1	3,0	3,7	4,2	4,1	.
Produits manufacturés hors énergie	0,6	0,5	0,8	0,8	0,5	1,0	0,4	1,2	0,9	.
Services	2,0	1,4	1,8	1,3	1,6	1,9	2,0	1,9	1,9	.
<b>Autres indicateurs de prix et de coûts</b>										
Prix à la production	-5,1	2,9	5,9	4,8	6,5	6,3	5,9	5,1	3,7	.
Cours du pétrole (en euros par baril)	44,6	60,7	79,7	64,4	77,3	81,3	79,3	80,7	86,2	89,7
Cours des matières premières hors énergie	-18,5	44,6	12,2	48,6	42,9	11,6	3,8	-2,5	-4,6	.

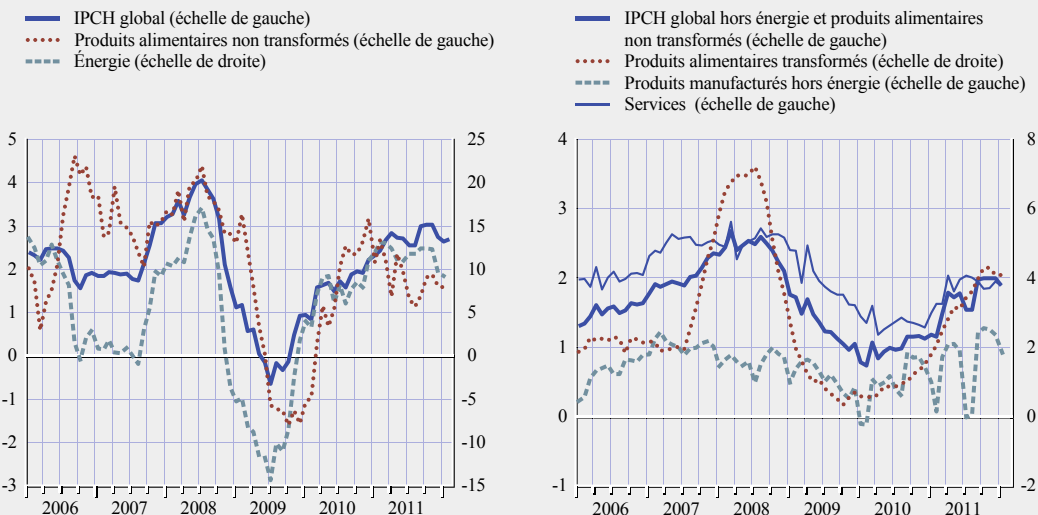
Sources : Eurostat, BCE et calculs de la BCE à partir des données de Thomson Reuters  
1) La hausse de l'IPCH pour février 2012 correspond à l'estimation rapide d'Eurostat.

prix des produits manufacturés hors énergie a poursuivi sa tendance à la hausse, résultant de la répercussion de dépréciations antérieures du taux de change et du renchérissement des matières premières, ainsi que de relèvements de la fiscalité indirecte. En outre, les taux de

variation annuels de cette composante ont été plutôt volatils en raison du nouveau règlement relatif au traitement des produits saisonniers dans l'IPCH, qui a notamment touché la sous-composante biens semi-durables (habillement, textiles, livres, etc.).

## Graphique 19 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Traduisant les évolutions de la hausse des salaires, la hausse des prix des services a nettement progressé au cours du premier semestre 2011, avant de se stabiliser à environ 2 % vers la fin de l'année. L'ensemble des principales sous-composantes des services, à l'exception des services de communication, affichaient ce profil.

### LA HAUSSE DES PRIX À LA PRODUCTION A RALENTI EN 2011

Principalement en raison de la hausse de la demande mondiale de matières premières, les tensions sur les prix tout au long de la chaîne d'approvisionnement ont régulièrement augmenté depuis le point bas de l'été 2009 jusqu'à la mi-2011. Par conséquent, la hausse des prix à la production s'est accélérée fin 2010 et au premier semestre 2011. Ensuite, cette hausse s'est ralentie, reflétant principalement l'incidence des fluctuations des prix des matières premières. En moyenne, les prix à la production dans l'industrie (hors construction) dans la zone euro ont augmenté de 5,9 % en 2011, contre 2,9 % en 2010 et une baisse de 5,1 % en 2009 (cf. graphique 20). La variation annuelle des

prix à la production pour la composante énergie s'est établie à 11,9 %, contre 6,4 % en 2010 et un recul 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 été plus élevé que les années précédentes (3,8 % en 2011, comparé à 1,6 % en 2010 et à une baisse de 2,9 % en 2009). L'atténuation des tensions sur les prix lors du second semestre de l'année a été plus perceptible en amont de la chaîne de tarification (prix à la production des biens intermédiaires) qu'en aval (prix à la production des biens de consommation).

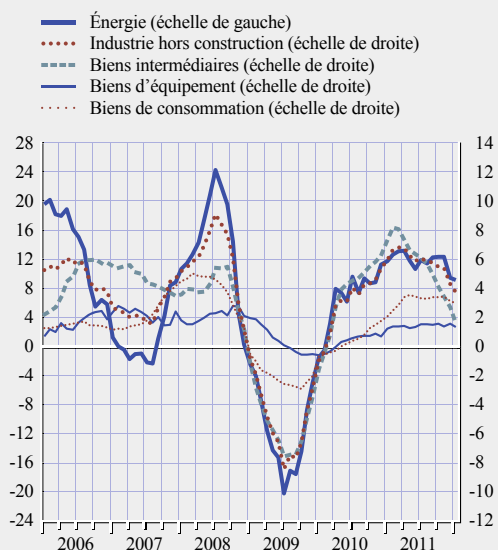
### LES INDICATEURS DE COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE ONT AUGMENTÉ PROGRESSIVEMENT EN 2011

Confirmant l'amélioration de la situation sur le marché du travail au cours du premier semestre de l'année, les coûts de main-d'œuvre ont augmenté progressivement en 2011. Le taux de croissance annuel des salaires négociés a progressé régulièrement au cours de l'année, atteignant une moyenne de 2,0 % sur l'ensemble de l'année 2011, après 1,7 % en 2010 (cf. tableau 2). Le redressement progressif de cet indicateur, qui recouvre la composante principale des salaires fixés par convention collective, peut refléter l'incidence différée sur les salaires effectivement négociés de l'amélioration des conditions prévalant sur le marché du travail, qui a engendré un renforcement du pouvoir de négociation des travailleurs. La hausse de l'inflation dès la fin 2010 peut également avoir joué un rôle.

Le taux de croissance annuel des coûts horaires de la main-d'œuvre a également fortement progressé en 2011, contrairement à la situation de 2010. Le taux de croissance annuel de la rémunération par tête s'est établi à environ 2,4 % au cours des trois premiers trimestres 2011, un taux nettement supérieur à la moyenne de 1,6 % en 2010. La croissance de la productivité du travail par tête étant sensiblement inférieure à celle de la rémunération par tête, les coûts unitaires de la main-d'œuvre ont considérablement augmenté.

**Graphique 20 Ventilation des prix à la production**

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

**Tableau 2 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre**

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2009	2010	2011	2010 T4	2011 T1	2011 T2	2011 T3	2011 T4
Salaires négociés	2,6	1,7	2,0	1,6	2,0	1,9	2,1	2,0
Coûts horaires totaux de main-d'œuvre	2,7	1,6	.	1,7	2,5	3,2	2,7	.
Rémunération par tête	1,4	1,6	.	1,6	2,4	2,5	2,4	.
<i>Pour mémoire :</i>								
Productivité du travail	-2,5	2,4	.	1,9	2,2	1,3	1,0	.
Coûts unitaires de main-d'œuvre	4,0	0,8	.	-0,3	0,2	1,2	1,3	.

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

### RECU DE LA 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 1 % en glissement annuel au troisième trimestre 2011 (1,1 % en moyenne en 2010). Le taux de croissance est dès lors demeuré bien en deçà de la moyenne de 4,5 % observée entre 1999 et 2010 (cf. graphique 21). Au cours du troisième trimestre 2011, l'indice des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone

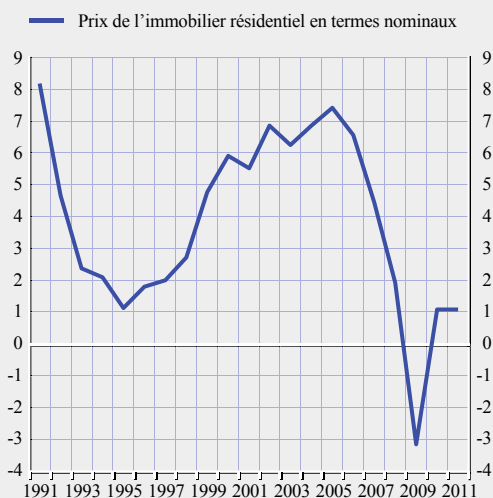
euro a été inférieur de 1,1 % à son pic enregistré au cours du deuxième trimestre 2008.

### ÉVOLUTION DES ANTICIPATIONS D'INFLATION

Les informations provenant du Consensus économique, du baromètre de la zone euro et de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels font apparaître que les anticipations d'inflation à long terme (dans cinq ans) tirées des enquêtes ont été proches de 2 %. 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 été tout à fait conformes à la définition, donnée par le Conseil des gouverneurs, de la stabilité des prix.

**Graphique 21 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 2011 incluent les données jusqu'au troisième trimestre.

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

#### LA DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE A RALENTI EN 2011

Après s'être redressée en 2010, la croissance du PIB en volume a ralenti en 2011. La croissance annuelle du PIB en volume est ressortie à 1,5 %, contre 1,9 % en 2010 (cf. tableau 3). Les évolutions constatées en 2011 sont dues dans une large mesure à l'investissement et aux exportations. Bien que le ralentissement de la croissance au second semestre 2011 ait concerné l'ensemble des composantes de la dépense, ce sont l'investissement et les exportations qui ont eu l'incidence la plus forte sur le profil de la



**Tableau 3 Structure de la croissance du PIB en volume**

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

	Taux annuels <sup>1)</sup>									Taux trimestriels <sup>2)</sup>				
	2009	2010	2011	2010	2011	2011	2011	2011	2011	2010	2011	2011	2011	2011
				T4	T1	T2	T3	T4		T4	T1	T2	T3	T4
Produit intérieur brut en volume	-4,3	1,9	1,5	2,0	2,4	1,6	1,3	0,7		0,3	0,8	0,2	0,1	-0,3
<i>dont</i>														
Demande intérieure <sup>3)</sup>	-3,7	1,1	.	1,5	1,6	0,7	0,4	.		0,2	0,5	-0,2	-0,1	.
Consommation privée	-1,2	0,9	.	1,1	0,9	0,2	0,0	.		0,3	0,0	-0,5	0,2	.
Consommation publique	2,5	0,6	.	-0,1	0,5	0,1	0,0	.		0,0	0,2	-0,1	-0,1	.
Formation brute de capital fixe	-12,0	-0,6	.	1,3	3,6	1,6	1,3	.		-0,4	1,8	-0,1	-0,1	.
Variation des stocks <sup>3),4)</sup>	-0,9	0,5	.	0,7	0,3	0,3	0,1	.		0,1	0,0	0,2	-0,1	.
Exportations nettes <sup>3)</sup>	-0,6	0,8	.	0,5	0,8	0,9	0,9	.		0,1	0,3	0,3	0,2	.
Exportations <sup>5)</sup>	-12,8	11,5	.	12,0	10,4	6,8	5,8	.		1,5	1,8	1,2	1,2	.
Importations <sup>5)</sup>	-11,7	9,7	.	11,2	8,5	4,6	3,7	.		1,3	1,1	0,5	0,8	.
Valeur ajoutée brute en volume														
<i>dont</i>														
Industrie hors construction	-13,3	6,6	.	6,7	5,7	4,2	3,5	.		1,3	1,2	0,6	0,3	.
Construction	-6,8	-4,4	.	-2,9	0,7	-0,8	-0,6	.		-1,2	1,4	-0,2	-0,5	.
Services	-1,6	1,4	.	1,3	1,5	1,3	1,0	.		0,2	0,5	0,2	0,1	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Notes : Les données annuelles sont calculées à partir des données brutes. La deuxième publication des comptes nationaux par Eurostat pour le quatrième trimestre 2011 (comprenant la ventilation des dépenses) est intervenue après la date d'arrêt (2 mars 2012).

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 détalquées des cessions d'objets de valeur

5) Les importations et les exportations recouvrent les biens et les services et comprennent les échanges transfrontières au sein de la zone euro.

croissance, ces composantes ayant enregistré les ralentissements les plus prononcés.

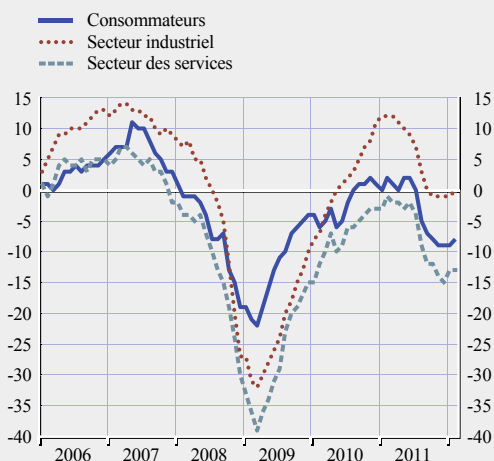
S'agissant des évolutions en rythme trimestriel, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,8 % au premier trimestre 2011, contre 0,3 % au quatrième trimestre 2010. La croissance au premier trimestre a toutefois été influencée par un certain nombre de facteurs exceptionnels et, par conséquent, un ralentissement marqué du rythme de la reprise était attendu au deuxième trimestre, où le PIB a progressé de 0,2 % en rythme trimestriel. Bien que le PIB ait encore augmenté au troisième trimestre 2011, de 0,1 %, des signes montraient déjà que les risques à la baisse identifiés précédemment se concrétisaient. Ces risques se sont traduits par la détérioration des résultats des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, et recouvraient un tassement de la demande mondiale ainsi que des effets défavorables sur les conditions de financement globales résultant de la persistance de tensions sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro. La première estimation d'Eurostat pour le

quatrième trimestre situe la croissance à -0,3 % en glissement trimestriel. Aucune ventilation n'est encore disponible, mais les informations dont on dispose font état de faibles évolutions de l'activité industrielle (y compris la construction), le secteur des services ayant légèrement mieux résisté pour sa part.

La hausse de la consommation privée en 2011 a été plus faible qu'en 2010, où elle était ressortie à 0,9 %. Ce ralentissement reflète une croissance plus modeste des dépenses en biens de consommation courante et, dans une moindre mesure, en services. Les données relatives aux nouvelles immatriculations de voitures particulières font état d'une diminution des achats en 2011, mais moins forte que l'année précédente. La faiblesse de la consommation est cohérente avec l'érosion du revenu réel sous l'effet de la hausse de l'inflation. En revanche, l'emploi a progressé en moyenne en 2011, soutenant dans une certaine mesure la croissance des revenus. L'évolution modérée des revenus en 2011 a probablement contribué à la nouvelle baisse du taux d'épargne, les ménages

## Graphique 22 Indicateurs de confiance

(soldes d'opinion ; cvs)



Sources : 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 du secteur industriel, et en avril 1995 pour l'indicateur de confiance du secteur des services.

étant contraints de puiser dans leur épargne. L'indicateur de confiance des consommateurs, qui permet de se faire une idée relativement précise des évolutions tendanciennes de la consommation, a fortement reculé au second semestre 2011 après une période de stabilité au premier semestre. En décembre 2011, il s'est établi au même niveau qu'à l'automne 2009 (cf. graphique 22).

La croissance de la FBCF a été relativement soutenue en 2011 et a ainsi été nettement plus importante qu'en 2010, où l'investissement s'était contracté de 0,6 %. Toutefois, ce dynamisme tient en grande partie à un excellent premier trimestre, reflétant un investissement soutenu dans la construction, notamment de logements. Cette évolution constitue un rebond après la faiblesse de l'investissement due à des conditions météorologiques exceptionnellement rigoureuses fin 2010 dans certaines parties de la zone euro. La croissance de l'investissement dans la construction et hors construction a ralenti au cours de l'année 2011.

La progression annuelle de la consommation publique a très probablement été légèrement positive en 2011, et donc plus faible qu'en 2010, où elle s'était établie à 0,6 %. Si ce résultat était confirmé, il s'agirait du taux annuel le plus bas depuis 1996. Cette faible croissance reflète les nouveaux efforts d'assainissement budgétaire dans un certain nombre de pays. Ces efforts d'assainissement résultent notamment de la modération des salaires de la fonction publique, qui représentent environ la moitié de la consommation publique totale. D'autres composantes de la consommation publique, telles que les dépenses de consommation intermédiaire, ont également affiché une croissance modérée compte tenu des impératifs d'assainissement.

La contribution des stocks à la croissance a probablement été limitée en 2011. Cela témoignerait d'un fléchissement du rythme de constitution des stocks par rapport à 2010, où les stocks avaient contribué à hauteur de 0,5 point de pourcentage à la croissance du PIB. En phase avec le recul de la croissance et la détérioration des perspectives d'activité économique, la contribution des stocks à la croissance globale est devenue négative en rythme trimestriel au troisième trimestre 2011.

Les échanges de la zone euro ont continué de se redresser sur la période de douze mois s'achevant au troisième trimestre 2011. Toutefois, le rythme d'expansion a été nettement inférieur aux taux de croissance à deux chiffres enregistrés au cours de la période correspondante de l'année précédente. Les exportations de biens et services en volume ont progressé de 5,8 % sur la période de douze mois s'achevant au troisième trimestre 2011, tandis que les importations en volume ont augmenté de 3,7 %. Sur l'ensemble de la période, les exportations ont constamment dépassé les importations en rythme trimestriel. Par conséquent, les contributions des exportations nettes à la croissance trimestrielle du PIB ont été positives lors de chaque trimestre considéré, soutenant ainsi la reprise dans la zone euro. Dans l'ensemble, la dynamique des échanges sur la période de douze mois s'achevant

au troisième trimestre 2011 a largement reflété la croissance irrégulière de l'économie mondiale. La progression des échanges intra-zone euro et des importations en provenance de pays extérieurs à la zone a été relativement faible, la crise persistante de la dette souveraine pesant sur la demande de la zone euro. Les exportations de la zone euro ont été dynamiques, notamment celles à destination de l'Asie et de l'Amérique latine (cf. graphique 23), tandis que les exportations à destination de la plupart des économies avancées, notamment des États-Unis et du Royaume-Uni, ont faiblement progressé. La progression des exportations en volume de biens de la zone euro sur la période de douze mois s'achevant au troisième trimestre 2011 a concerné l'ensemble des grandes catégories de produits. En revanche, la hausse modérée des importations en volume s'explique dans une large mesure par les biens intermédiaires

(qui sont également utilisés comme intrants dans les produits exportés), alors que les exportations de biens de consommation ont reculé en raison de la faiblesse de la consommation privée dans la zone euro. Le compte de transactions courantes de l'ensemble de la zone euro est demeuré proche de l'équilibre en 2011.

### LA PRODUCTION INDUSTRIELLE A ENCORE PROGRESSÉ AVANT DE DIMINUER

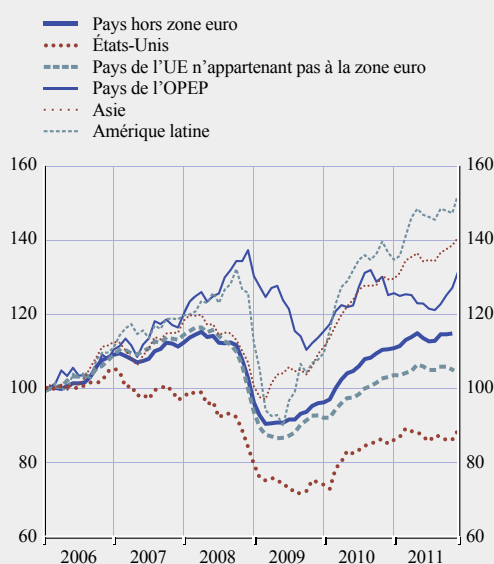
Au niveau sectoriel, l'augmentation la plus forte de la production en 2011 a concerné le secteur industriel. La valeur ajoutée dans l'industrie (hors construction) a progressé en rythme annuel de 4,5 %, en moyenne, durant les trois premiers trimestres de l'année. Cette évolution est à rapprocher d'une hausse de 6,6 % en 2010. Toutefois, la dynamique de croissance s'est affaiblie en cours d'année, en phase avec le ralentissement du PIB. Cette évolution est également confirmée par le taux de variation annuel de la production industrielle (hors construction), qui a fléchi pour s'inscrire à -1,6 % en décembre 2011, après presque 7 % en janvier.

Parmi les composantes de la production industrielle (hors construction), les biens intermédiaires et les biens d'équipement ont affiché les hausses les plus fortes en 2011, tandis que la production de biens de consommation a été plus modérée (cf. graphique 24). Dans le même temps, la production d'énergie s'est fortement contractée.

La production dans le secteur de la construction a encore reculé en 2011, à la suite d'une période prolongée de ralentissement. Après s'être contractée de 4,4 % en 2010, la valeur ajoutée dans la construction a fléchi en moyenne de 0,2 % en rythme annuel durant les trois premiers trimestres 2011. La croissance annuelle de la valeur ajoutée dans les services s'est inscrite en moyenne à 1,3 % au cours de la même période, soit une progression inchangée par rapport au chiffre annuel pour 2010.

**Graphique 23 Exportations en volume de la zone euro à destination d'une sélection de partenaires commerciaux**

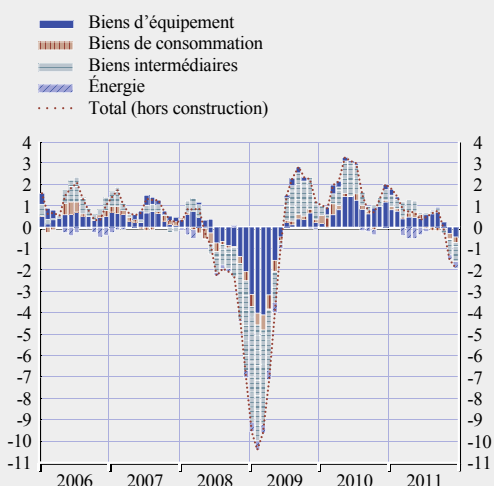
(indices: T1 2006 = 100; cvs ; moyennes mobiles sur 3 mois)



Source: BCE  
 Note: La dernière observation se rapporte à décembre 2011 excepté pour les pays hors zone euro et les pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro (novembre 2011).

### Graphique 24 Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution

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

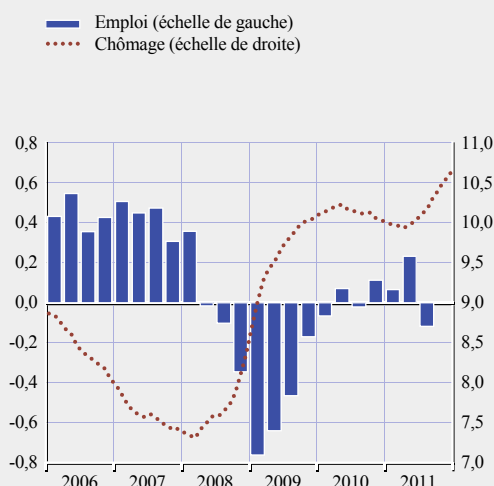


Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

### Graphique 25 Évolutions du marché du travail

(taux de croissance trimestriel ; en pourcentage de la population active ; données cvs)



Source : Eurostat

#### L'AMÉLIORATION DE LA SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL S'EST INTERROMPUE

L'emploi, qui avait commencé à se redresser fin 2010, a enregistré une croissance positive en rythme trimestriel au premier semestre 2011. Cependant, la croissance de l'emploi est devenue négative au troisième trimestre, reculant de 0,1 % (cf. graphique 25). Les données d'enquête font état d'une faiblesse persistante au quatrième trimestre 2011. D'un point de vue sectoriel, l'amélioration la plus sensible sur l'ensemble de l'année a été enregistrée dans les services. L'emploi dans l'industrie (hors construction) a

progressé dans une moindre mesure. Le nombre total d'heures travaillées a augmenté plus fortement que les effectifs en 2011, notamment au début de l'année. Cette évolution doit être considérée comme une inversion des évolutions observées durant la récession, une part importante de l'ajustement de l'emploi global s'étant opérée alors par le biais d'une diminution du temps de travail individuel plutôt que par une réduction des effectifs. L'encadré 7 compare les évolutions du marché du travail dans la zone euro depuis le début de la crise financière avec celles observées aux États-Unis.

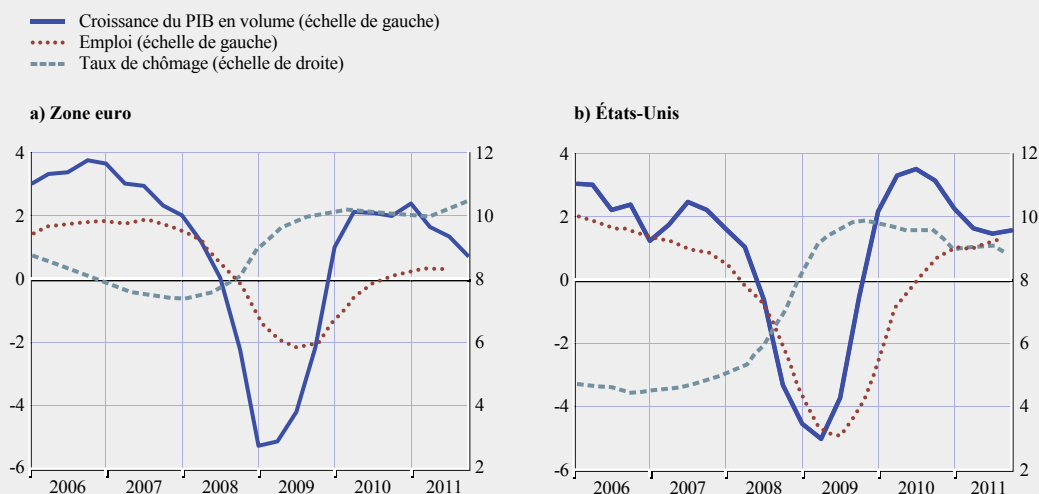
#### Encadré 7

#### L'AJUSTEMENT DU MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS DEPUIS LA CRISE

Le début de la crise financière, et la contraction de l'activité économique qui s'en est suivie, ont eu une incidence majeure sur les marchés du travail de la zone euro et des États-Unis, donnant lieu à un net recul de l'emploi et à de fortes hausses du chômage (cf. graphique A). Si les données récentes montrent que l'activité s'est ralentie dans les mêmes proportions, globalement, dans les deux économies, avec un recul de 5 % environ du PIB en volume entre le point haut et le

## Graphique A Évolution du PIB, de l'emploi et du chômage dans la zone euro et aux États-Unis

(variations annuelles en pourcentage ; taux de chômage en pourcentage de la population active civile)



Sources : Eurostat, Bureau de l'analyse économique (*US Bureau of Economic Analysis*) et Bureau des statistiques sur l'emploi (*Bureau of Labor Statistics*) et calculs de la BCE

Note : Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2011, sauf pour l'emploi dans la zone euro (T3 2011).

point bas, l'ajustement du marché du travail a été légèrement plus prononcé et plus substantiel aux États-Unis que dans la zone euro<sup>1</sup>. Cela est dû, dans une certaine mesure, à la plus grande concentration des pertes d'emplois dans les secteurs à forte intensité en main-d'œuvre (comme la construction et la finance) aux États-Unis et au maintien plus important de sureffectifs dans la zone euro. Le présent encadré examine plus en détail l'ajustement du travail dans la zone euro et aux États-Unis depuis le début de la crise et met en lumière les principales différences constatées dans ce processus.

### La dynamique du marché du travail depuis la crise

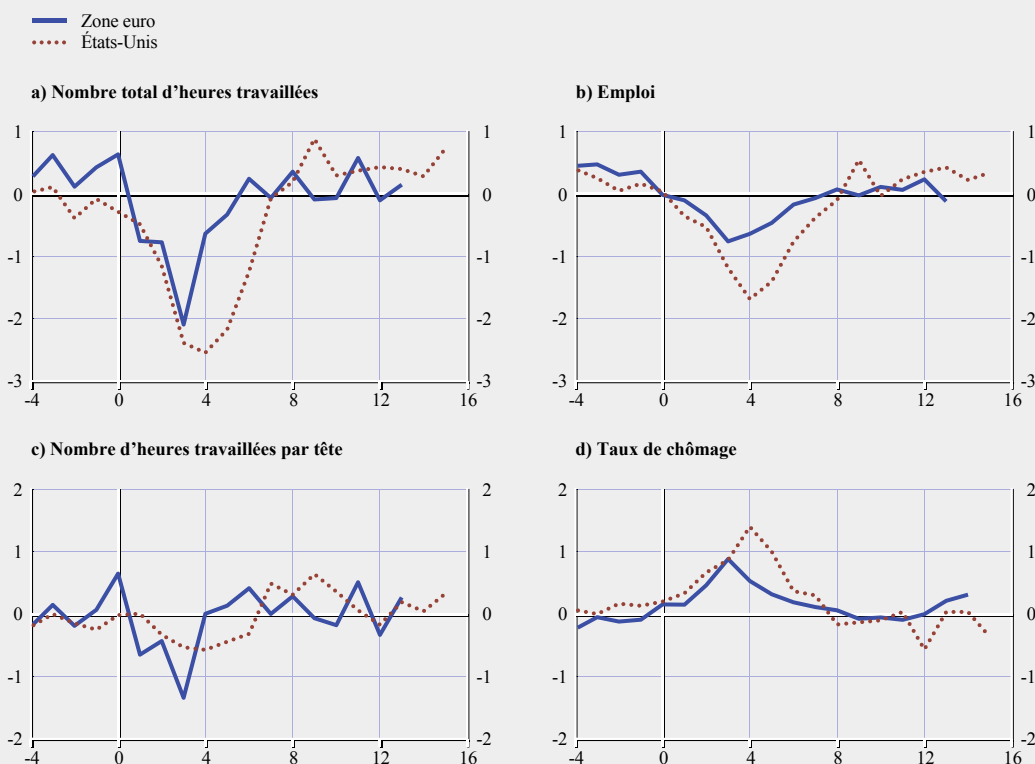
Le graphique B synchronise les ajustements conjoncturels observés dans les deux économies en liaison avec la première contraction du PIB en rythme trimestriel constatée en 2008, de façon à mettre en lumière les différences dans la trajectoire et les mécanismes d'ajustement mis en place dans les deux économies.

Le début de la récession (point « 0 » de chacune des composantes du graphique B) a entraîné une très forte diminution du nombre total d'heures travaillées dans les deux économies, les entreprises ajustant le facteur travail au fléchissement des commandes et à la baisse de la demande adressée à la production. Aux États-Unis, le ralentissement de l'activité a entraîné un ajustement rapide de l'emploi et, par conséquent, une hausse du taux de chômage, évolution qui s'est poursuivie jusqu'au début de 2010. Dans la zone euro, en revanche, l'emploi et le chômage ont été préservés, dans une certaine mesure, de la forte baisse du PIB, grâce au recours très important à un ajustement du nombre d'heures travaillées par tête. Si la législation plus contraignante en matière de protection de l'emploi dans la zone euro a probablement joué un

<sup>1</sup> Pour de plus amples informations concernant les différences méthodologiques des données relatives à l'emploi pour la zone euro et aux États-Unis, cf. l'article intitulé *La comparabilité des statistiques de la zone euro, des États-Unis et du Japon* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'avril 2005

## Graphique B Évolutions de l'emploi, des heures travaillées et du chômage dans la zone euro et aux États-Unis

(variations trimestrielles en pourcentage ; variations trimestrielles en points de pourcentage du taux de chômage de la population civile)



Sources : Eurostat, OCDE, Bureau de statistiques sur l'emploi (*US Bureau of Labor Statistics*) et calculs de la BCE

Notes : Le 0 sur l'axe des abscisses représente le premier trimestre de contraction du PIB dans chaque économie (T1 2008 aux États-Unis ; T2 2008 dans la zone euro). Les dernières observations se rapportent au quatrième trimestre 2011, excepté pour l'emploi et les heures travaillées dans la zone euro qui vont jusqu'au troisième trimestre 2011.

rôle important en atténuant en partie l'ajustement du marché du travail, la mise en place à grande échelle de dispositifs de chômage partiel (souvent subventionnés par l'État) dans de nombreux pays (tout particulièrement en Belgique, en Allemagne et en Italie) a incontestablement joué un rôle lui aussi.

Au cours de la récession, les effectifs employés ont diminué de quelque 3,8 millions (soit 2,6 %) dans la zone euro, et de plus de 8 millions (soit 6 % environ) aux États-Unis. Les évolutions différentes de l'emploi et des heures travaillées dans les deux économies se sont traduites par un accroissement beaucoup plus lent du chômage déclaré dans la zone euro, quoique à partir d'un niveau nettement plus élevé et en dépit d'une dynamique assez différente de l'offre de main-d'œuvre<sup>2</sup>. Plus précisément, au cours de la crise, le taux de chômage dans la zone euro est passé d'un peu moins de 7,4 % au premier trimestre 2008 à 10,2 % au deuxième trimestre 2010. Aux États-Unis, il est passé de 4,4 % à la veille de la crise à un point haut de 10 % au dernier trimestre 2009.

<sup>2</sup> Dans la zone euro, la croissance de la population active a dans une large mesure stagné après le début de la récession. Cette évolution résulte presque à parts égales du ralentissement de la croissance démographique et de celui du taux d'activité. Aux États-Unis, en revanche, la contraction de l'ordre de 0,5 % de la population active est largement attribuable à la forte baisse du taux d'activité, tandis que la croissance de la population ne s'est que légèrement ralentie.

### **La dynamique du marché du travail s'est accélérée un peu plus vite dans la zone euro qu'aux États-Unis**

Depuis la récession, et malgré l'ajustement plus modéré observé au cours de la crise, les marchés du travail de la zone euro ont, semble-t-il, réagi un peu plus rapidement au rebond de l'activité qu'aux États-Unis, le nombre d'heures travaillées (et notamment le nombre d'heures travaillées par tête) ainsi que l'emploi renouant légèrement plus vite dans la zone euro qu'aux États-Unis avec une croissance positive, en dépit du redressement plus rapide de l'activité économique américaine. Cette évolution résulte probablement en partie d'une phase de contraction légèrement plus prolongée aux États-Unis que dans la zone euro, où la récession a duré un trimestre de plus. Cependant, elle traduit également le recours plus important, aux États-Unis, à la main-d'œuvre en place après le rebond de l'activité, qui a entraîné une très forte hausse de la productivité aux États-Unis après la récession<sup>3</sup>.

Jusqu'à la mi-2011, la situation sur le marché du travail a montré des signes d'amélioration dans les deux économies, le nombre d'heures travaillées et l'emploi amorçant une reprise, progressive cependant, et le chômage diminuant légèrement. Dans l'ensemble, l'emploi dans la zone euro a augmenté de 900 000 unités environ (soit 0,6 %) depuis le creux de la récession, et 2 millions d'emplois environ (1,5 %) ont été créés aux États-Unis. Dans une certaine mesure, la moindre création d'emplois dans la zone euro après la crise est une conséquence naturelle du maintien plus important de sureffectifs durant la récession. Par conséquent, le taux de chômage est demeuré élevé à l'issue de la récession, atteignant 10,4 % au quatrième trimestre 2011. Aux États-Unis, en revanche, le taux de chômage a reculé de près de 1 point de pourcentage pour s'établir à 8,7 % ce même trimestre.

### **Hausse du chômage de longue durée de part et d'autre de l'Atlantique**

L'augmentation de la durée du chômage depuis le début de la crise est une évolution commune aux deux côtés de l'Atlantique. Les plus longues périodes de chômage peuvent aboutir à une forte détérioration du capital humain et des liens avec le marché du travail, ce qui est susceptible d'avoir des conséquences néfastes sur la croissance potentielle à long terme d'une économie. En général, la part du chômage de longue durée est beaucoup moins élevée aux États-Unis que dans la zone euro, la proportion des chômeurs privés d'emploi depuis plus de six mois culminant à 25 % environ aux États-Unis à l'issue d'une récession, contre 65 % du total environ dans la zone euro. Cependant, au cours de la dernière récession, cette proportion a considérablement augmenté aux États-Unis, atteignant plus de 40 % depuis début 2010 mais demeurant inférieure de 20 points de pourcentage à celle constatée dans la zone euro. Cette hausse est sans nul doute due en partie à la gravité de la récession et au manque de nouvelles offres d'emploi sur un marché du travail américain toujours déprimé, mais elle peut être liée également à l'allongement de la durée d'indemnisation du chômage, portée de 26 à 99 semaines, depuis juin 2008<sup>4</sup>. Par ailleurs,

3 Cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes de la productivité par secteurs dans la zone euro et aux États-Unis* du *Bulletin mensuel* de la BCE de décembre 2011

4 Il est largement reconnu que la prolongation de la durée d'indemnisation du chômage allonge la période de recherche d'emploi, bien que les estimations varient considérablement. En partant du récent épisode, Daly, Hobbijn et Valletta concluent que l'allongement considérable de la durée maximale de paiement des indemnités de chômage aux États-Unis n'a probablement que modestement contribué à l'augmentation de la durée du chômage aux États-Unis depuis 2008 (cf. M. Daly, B. Hobbijn et R. Valletta, *The recent evolution of the natural rate of employment*, Banque fédérale de réserve de San Francisco, document de travail n° 2011-05, septembre 2011). Durant cet épisode, l'importante diminution de l'emploi constatée dans plusieurs secteurs et l'inadéquation qui en a résulté entre les qualifications des travailleurs et les offres de postes, ainsi que la mobilité géographique réduite due à l'éclatement de la bulle de l'immobilier aux États-Unis, ont probablement apporté chacune une contribution plus importante.

l'écart persistant entre les taux de chômage de longue durée reflète probablement les différences institutionnelles importantes qui caractérisent les marchés du travail européens et américain.

La récente récession a durement frappé les marchés du travail de part et d'autre de l'Atlantique, les taux d'utilisation de la main-d'œuvre étant encore assez éloignés de leurs niveaux d'avant la crise. La détérioration du marché du travail a été particulièrement importante aux États-Unis. Il est probable que la progression de l'emploi restera faible pendant un certain temps encore, aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis. Les améliorations à plus long terme des marchés du travail de la zone euro devraient dépendre dans une large mesure de la capacité à poursuivre la restructuration, de manière à encourager l'innovation et la mise en œuvre de pratiques de travail efficaces, ce qui favoriserait l'emploi à plus long terme. De nouvelles réformes sont sans doute nécessaires dans la zone euro pour faciliter les périodes de transition sur le marché du travail, en particulier pour les jeunes arrivant sur le marché, qui ont été touchés jusqu'à présent de manière disproportionnée par la crise, ainsi que pour le nombre croissant de chômeurs de longue durée.

Les évolutions sur le marché du travail accusant un certain retard par rapport aux évolutions globales de la conjoncture, la croissance de l'emploi en 2011 a été plus forte qu'en 2010. Cette évolution, conjuguée à un ralentissement de la croissance du PIB, implique un fléchissement de la croissance de la productivité par personne employée en 2011. La croissance annuelle de la productivité est revenue de 2,2 % au premier trimestre 2011 à 1,0 % au troisième trimestre. Cette décélération de la croissance de la productivité a concerné l'ensemble des secteurs. La croissance de la productivité globale mesurée par les heures travaillées a également ralenti, mais dans une moindre mesure.

Après avoir atteint un point bas en avril 2011, le taux de chômage est reparti à la hausse, dépassant son précédent point haut de mai 2010 (cf. graphique 25). En décembre 2011, le taux

de chômage s'inscrivait à 10,6 %, en hausse de 0,7 point de pourcentage par rapport à son point bas d'avril.

## 2.5 LES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

Dans la zone euro, la crise financière et économique s'est transformée en une crise de la dette souveraine, avec de graves conséquences pour la confiance. L'inquiétude des marchés au sujet du secteur bancaire, et l'incertitude accrue concernant les perspectives macroéconomiques ont ainsi entraîné une détérioration de la confiance dans la soutenabilité des finances publiques et une forte hausse des rendements des emprunts publics dans de nombreux pays. La crise a également touché les actifs et passifs financiers de l'État (pour de plus amples détails, cf. l'encadré 8).

### Encadré 8

#### ACTIFS ET PASSIFS FINANCIERS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO

La soutenabilité de la dette publique constitue désormais un enjeu essentiel tant pour les marchés financiers que pour les responsables de la politique économique. Sous l'angle de la solvabilité, c'est-à-dire quand on évalue la soutenabilité de la dette publique, il est important de prendre en compte à la fois les passifs et les actifs des administrations publiques. Le présent encadré tend à démontrer qu'une analyse se limitant à la dette publique brute ne dresse qu'un tableau



incomplet de la situation, parce que, dans une certaine mesure, les actifs constituent un volant de sécurité et que les États pourraient, en principe, les céder pour rembourser leur dette. De plus, dans certains cas, l'augmentation des passifs de l'État s'accompagne d'une hausse simultanée des actifs publics, par exemple quand des fonds propres financés par la dette sont injectés dans une institution financière privée.

Les actifs financiers constituent donc la contrepartie la plus pertinente des passifs financiers. Les actifs non financiers détenus par les administrations publiques ont normalement une valeur nettement supérieure à celle des actifs financiers. Toutefois, leur valorisation est malaisée, ils peuvent être moins liquides et les éléments de comparaison sont rares. Le degré de liquidité, c'est-à-dire la facilité avec laquelle l'État pourrait céder ou liquider des actifs financiers ou non financiers, constitue un élément déterminant. En effet, la valeur des actifs financiers des administrations publiques peut varier au fil du temps en fonction de la situation sur les marchés financiers, et la perception qu'une cession d'actifs répond à une urgente nécessité peut en limiter le produit. En particulier, il est souvent difficile d'évaluer la valeur d'actifs financiers acquis dans le contexte d'une crise financière. De plus, la privatisation des entreprises publiques est un processus de longue haleine, et une partie des actifs publics peut être détenue par des fonds de pension publics et correspondre aux engagements de ces fonds vis-à-vis de leurs cotisants. Compte tenu de ces réserves, le calcul de la situation financière nette des administrations publiques requiert une attention toute particulière, les actifs et passifs financiers ayant tendance à présenter des caractéristiques différentes, de sorte qu'une compensation intégrale n'est peut-être pas justifiée<sup>1</sup>. En outre, les actifs et passifs hors-bilan doivent être dûment pris en compte lorsque l'on évalue les risques potentiels pesant sur la soutenabilité des dépenses publiques. En raison des difficultés liées au calcul des actifs publics, il convient de faire preuve d'une grande prudence quand on compare les situations budgétaires nettes des administrations publiques des différents pays.

Les passifs financiers des administrations publiques comprennent les crédits reçus, les titres de créance émis par les administrations publiques et d'autres instruments comme les produits financiers dérivés. Les actifs financiers des administrations publiques recouvrent le numéraire et dépôts, les crédits consentis par l'État, les titres autres que des actions, les actions et autres participations et les autres comptes à recevoir. Dans les comptes nationaux, ces instruments sont comptabilisés à la valeur de marché au bilan des administrations publiques, conformément au SEC 95.

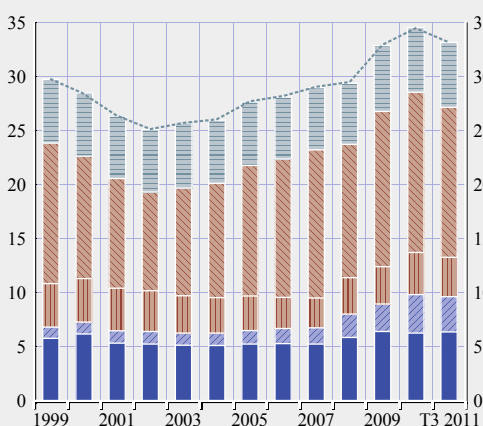
Les administrations publiques de la zone euro ont constamment accumulé des actifs financiers (cf. graphique A). Au troisième trimestre 2011, la valeur de marché du total des actifs financiers détenus par les administrations publiques de la zone euro, sur une base consolidée, s'établissait à 33,3 % du PIB. Pour l'ensemble de la zone euro, la valeur de marché de ces actifs représentait plus d'un tiers de celle des passifs, qui s'élevait à 92,9 % du PIB (cf. graphique B). Entre le début de la crise financière à l'automne 2008 et le troisième trimestre 2011, les États ont procédé à des acquisitions d'actifs financiers représentant quelque 4,2 % du PIB. Sur cette période, la progression des titres autres que des actions a correspondu aux achats nets par les administrations publiques de la zone euro de titres émis par les institutions financières et, dans le cas de l'Allemagne, essentiellement à l'acquisition d'actifs en liaison avec la mise en place de la structure publique de défaillance FMS Wertmanagement, qui est classée dans le secteur des administrations publiques. L'augmentation du numéraire et des dépôts reflète le renforcement

<sup>1</sup> Pour plus de détails, cf. D. Hartwig Lojsch, M. Rodríguez-Vives et M. Slavík, *The size and composition of government debt in the euro area*, Occasional Paper Series, n° 132, BCE, octobre 2011

### Graphique A Composition des actifs financiers des administrations publiques de la zone euro

(en pourcentage du PIB)

- Numéraire et dépôts
- Prêts
- Autres comptes à recevoir
- Titres autres que des actions
- Actions et autres participations
- Total des actifs financiers

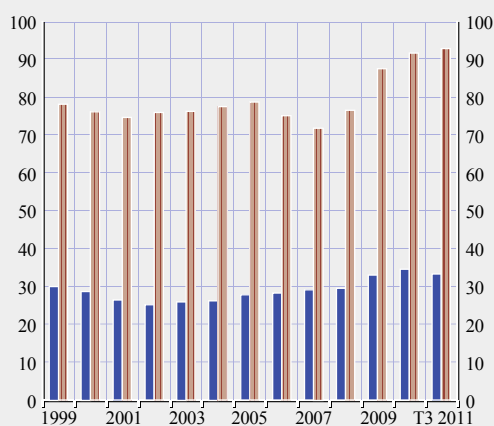


Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales

### Graphique B Actifs et passifs financiers des administrations publiques dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

- Actifs financiers
- Passifs financiers



Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales

des encaisses lié à l'accumulation de coussins de liquidité pendant la crise financière, mais peut aussi recouvrir du numéraire et des dépôts détenus par les structures publiques de défaillance. De même, la croissance des actions et autres participations s'explique par les injections de fonds propres dans des établissements financiers en difficulté observées dans de nombreux pays<sup>2</sup>, ou par des investissements de portefeuille effectués en particulier par des administrations de sécurité sociale disposant d'une grande quantité d'actifs.

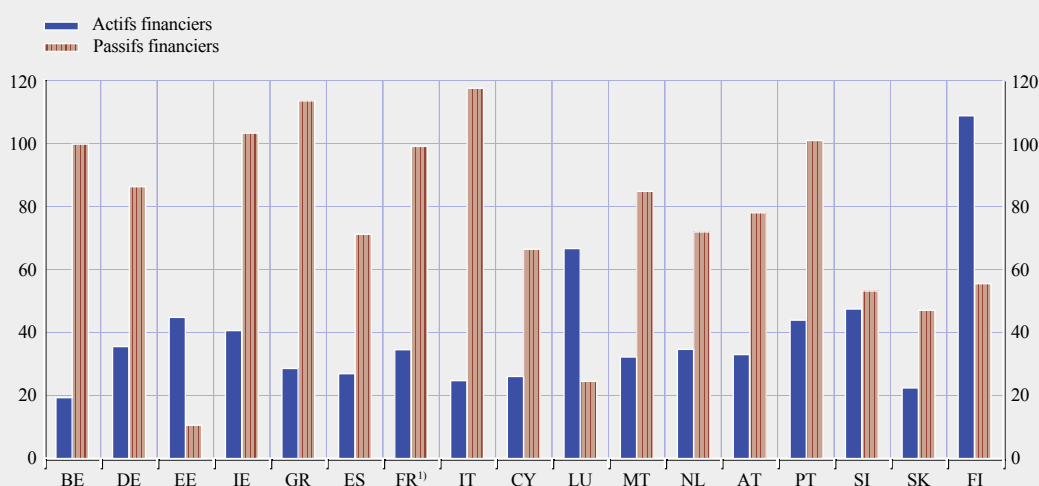
Les données relatives au troisième trimestre 2011 présentées au graphique C montrent que la majorité des pays de la zone euro ont accumulé des actifs financiers pour des valeurs de marché nettement supérieures à 20 % du PIB. En particulier, en Estonie, en Irlande, au Portugal et en Slovaquie, la valeur de ces actifs dépassait 40 % du PIB à la fin du troisième trimestre 2011, alors qu'en Finlande et au Luxembourg, qui sont traditionnellement d'importants détenteurs de ces actifs, elle représentait, respectivement, 111 % et 68 % du PIB environ. Les valeurs de marché des passifs financiers des administrations publiques étaient comprises entre 11 % du PIB (Estonie) et 121 % du PIB (Italie) sur la même période.

Au total, les actifs financiers des administrations publiques constituent un indicateur complémentaire utile à l'analyse de la solvabilité de l'État. En effet, ils peuvent, en principe, jouer un rôle important dans la réduction de la dette brute des administrations publiques, mais, en soi, cela ne devrait pas constituer un motif de privatisation. La privatisation de certains actifs publics devrait plutôt répondre à des considérations d'amélioration de l'efficacité économique globale et de croissance économique à long terme. Dans certains cas, cette amélioration

2 Dans le cas de l'Irlande, il s'agit des injections de fonds propres dans l'Anglo Irish Bank, l'Allied Irish Bank et la Bank of Ireland ; dans le cas des Pays-Bas, de la recapitalisation de Fortis, d'ABN AMRO et d'ING ; et dans le cas de la Belgique, de la recapitalisation de Fortis, Dexia et KBC.

### Graphique C Actifs et passifs financiers des administrations publiques des pays de la zone euro au troisième trimestre 2011

(en pourcentage du PIB)



Source : Calculs de la BCE à partir des données d'Eurostat et des données nationales

Note : Les données de stocks au trimestre *t* sont exprimées en pourcentage de la somme du PIB au trimestre *t* et aux trois trimestres précédents.

1) Les données pour la France se rapportent au quatrième trimestre 2010.

nécessiterait que la privatisation s'accompagne d'une réforme réglementaire garantissant un environnement compétitif. En outre, il convient de garder à l'esprit que dans l'environnement macroéconomique actuel très morose, les recettes tirées des privatisations risqueraient d'être restreintes, ce qui limiterait l'incidence positive de ces mesures sur la soutenabilité budgétaire. Parallèlement, comme les actifs et passifs financiers des administrations publiques tendent à présenter des caractéristiques différentes, mettre l'accent uniquement sur la dette publique nette pourrait induire en erreur. En particulier, il convient de faire des hypothèses relatives aux prix, au caractère négociable ou à la liquidité des actifs des administrations publiques. Comme indiqué dans le pacte de stabilité et de croissance, le concept de dette publique brute enregistrée en valeur nominale demeure la pierre angulaire de la surveillance budgétaire dans l'UE.

La crise a montré qu'assurer la solidité des finances publiques est une condition indispensable à la stabilité macroéconomique et financière globale et au bon fonctionnement de l'Union monétaire. En réponse à la crise de la dette souveraine et à ses retombées négatives et afin de restaurer leur crédibilité, plusieurs pays, dont les plus touchés, ont mis en œuvre des mesures d'assainissement budgétaire et des réformes structurelles, et renforcé leurs cadres budgétaires nationaux. En outre, après l'adoption d'un cadre renforcé de gouvernance économique au sein de l'UE, un certain nombre de mesures ont été prises au niveau européen pour améliorer encore la gouvernance budgétaire.

#### L'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE EN 2011

Selon les prévisions économiques d'automne 2011 de la Commission européenne, le déficit agrégé des administrations publiques de la zone euro a nettement diminué en 2011, ressortant à 4,1 % du PIB après 6,2 % en 2010 (cf. tableau 4). Le recul du déficit budgétaire résulte à la fois des mesures d'assainissement (notamment de la réduction de l'investissement et de l'emploi publics, ainsi que du relèvement de la fiscalité indirecte) et d'évolutions favorables des recettes grâce à une conjoncture mieux orientée. Les recettes et dépenses totales des administrations publiques ont représenté, respectivement, 45,3 % et 49,4 % du PIB en 2011, après 44,7 % et 50,9 % l'année précédente.

**Tableau 4 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				Dette brute des administrations publiques			
	Prévisions de la Commission européenne			Programme de stabilité	Prévisions de la Commission européenne			Programme de stabilité
	2009	2010	2011		2009	2010	2011	
Belgique	-5,8	-4,1	-3,6	-3,6	95,9	96,2	97,2	97,5
Allemagne	-3,2	-4,3	-1,3	-2,5	74,4	83,2	81,7	82,0
Estonie	-2,0	0,2	0,8	-0,4	7,2	6,7	5,8	6,0
Irlande	-14,2	-31,3	-10,3	-10,6	65,2	94,9	108,1	-
Grèce	-15,8	-10,6	-8,9	-7,8	129,3	144,9	162,8	-
Espagne	-11,2	-9,3	-6,6	-6,0	53,8	61,0	69,6	67,3
France	-7,5	-7,1	-5,8	-5,7	79,0	82,3	85,4	84,6
Italie	-5,4	-4,6	-4,0	-3,9	115,5	118,4	120,5	-
Chypre	-6,1	-5,3	-6,7	-4,0	58,5	61,5	64,9	61,6
Luxembourg	-0,9	-1,1	-0,6	-1,0	14,8	19,1	19,5	17,5
Malte	-3,7	-3,6	-3,0	-2,8	67,8	69,0	69,6	67,8
Pays-Bas	-5,6	-5,1	-4,3	-3,7	60,8	62,9	64,2	64,5
Autriche	-4,1	-4,4	-3,4	-3,9	69,5	71,8	72,2	73,6
Portugal	-10,1	-9,8	-5,8	-5,9	83,0	93,3	101,6	101,7
Slovénie	-6,1	-5,8	-5,7	-5,5	35,3	38,8	45,5	43,3
Slovaquie	-8,0	-7,7	-5,8	-4,9	35,5	41,0	44,5	44,1
Finlande	-2,5	-2,5	-1,0	-0,9	43,3	48,3	49,1	50,1
Zone euro	-6,4	-6,2	-4,1	-4,3	79,8	85,6	88,0	-

Sources : Prévisions économiques de l'automne 2011 de la Commission européenne, programmes de stabilité actualisés d'avril 2011 et calculs de la BCE

Notes : Les données sont basées sur les définitions du SEC 95. Les prévisions économiques de l'automne 2011 de la Commission européenne ont été utilisées à des fins de comparabilité entre les pays, les résultats budgétaires pour 2011 élaborés par Eurostat n'étant pas disponibles au moment de la rédaction du présent *Rapport annuel*. Dans le cas de l'Irlande, de la Grèce et du Portugal, il s'agit des objectifs fixés dans le programme d'assistance financière UE/FMI et dans celui de l'Italie, des objectifs révisés de septembre 2011.

Selon les prévisions économiques d'automne 2011 de la Commission européenne, le ratio moyen de dette brute des administrations publiques rapportée au PIB dans la zone euro a encore augmenté, passant de 85,6 % en 2010 à 88,0 % en 2011, en raison d'importants déficits. Fin 2011, les ratios de dette étaient supérieurs à la valeur de référence de 60 % du PIB dans douze des dix-sept pays de la zone.

Les prévisions budgétaires d'automne 2011 de la Commission européenne ont été plus favorables, pour certains pays, que celles qui avaient été présentées dans les programmes de stabilité actualisés d'avril 2011 (cf. tableau 4). Dans la plupart des pays, cependant, les déficits ont été plus élevés que prévu. C'est le cas notamment de la Grèce, de l'Espagne, de Chypre, des Pays-Bas et de la Slovaquie. S'agissant des pays bénéficiant d'un programme d'aide financière de l'UE et du FMI, la Grèce et l'Irlande ont connu des déséquilibres budgétaires particulièrement sévères en 2011, tandis que la situation des

finances publiques du Portugal s'est améliorée de façon notable durant la même période, reflétant en partie une importante transaction exceptionnelle. Les paragraphes suivants examinent brièvement les évolutions budgétaires récentes des pays couverts par un programme d'aide financière de l'UE et du FMI.

#### **PAYS BÉNÉFICIAIRE D'UN PROGRAMME D'AIDE DE L'UE ET DU FMI**

En Grèce, la lassitude à l'égard des réformes structurelles, l'instabilité gouvernementale et la situation économique plus dégradée qu'attendu ont eu une incidence négative sur les résultats du programme d'aide financière de l'UE et du FMI. Les prévisions économiques d'automne 2011 de la Commission européenne indiquent un déficit de 8,9 % du PIB en 2011. Le non-respect attendu de l'objectif budgétaire pour 2011 (7,8 % du PIB) est dû à des évolutions macroéconomiques plus mauvaises que prévu, au retard dans la mise en œuvre des mesures budgétaires et des réformes structurelles, ainsi qu'aux modifications

dont celles-ci ont fait l'objet, qui ont affaibli leur capacité à réduire le déficit et pesé sans doute encore plus sur la demande intérieure. La soutenabilité budgétaire de la Grèce devrait être rétablie au moyen d'un dosage entre des mesures d'assainissement supplémentaires et une participation volontaire du secteur privé à la réduction de la charge de la dette publique. En juin et en octobre 2011, le gouvernement grec a adopté de nouvelles mesures d'assainissement équivalant à plus de 14 % du PIB jusqu'en 2015. Du côté des recettes, ces mesures portent sur un large ensemble de taxes et sont destinées à élargir l'assiette fiscale (abaissement du seuil de non-imposition et suppression d'exonérations fiscales) et à améliorer le respect des obligations fiscales. Du côté des dépenses, les principales contributions proviennent de la réduction de la masse salariale publique, des retraites et d'autres prestations sociales, ainsi que de la consommation publique et des services non salariaux. Le 20 février 2012, l'Eurogroupe a approuvé un nouveau programme d'assistance financière à la Grèce à hauteur de 130 milliards d'euros jusqu'à fin 2014, tout en demandant aux autorités grecques de réaliser d'importants efforts supplémentaires de réduction des dépenses publiques.

En Irlande, la mise en œuvre du programme national d'ajustement économique en 2011 s'est déroulée conformément aux objectifs initialement définis. Les prévisions économiques d'automne 2011 de la Commission européenne font état d'un déficit de 10,3 % du PIB en 2011. Des réformes budgétaires structurelles ont été entreprises et le Conseil consultatif budgétaire irlandais (*Irish Fiscal Advisory Council*) a été mis en place, sa mission consistant à évaluer les prévisions officielles ainsi que le caractère approprié de l'orientation budgétaire et la cohérence entre les objectifs et les règles budgétaires. Un examen approfondi des dépenses publiques a été réalisé en vue de les réduire de manière ciblée et d'accroître l'efficacité du secteur public. Le gouvernement irlandais reste déterminé à respecter les objectifs du programme de stabilité ainsi que les termes de sa déclaration budgétaire à moyen terme de novembre 2011, dans laquelle il s'est engagé à

poursuivre l'assainissement budgétaire au-delà de l'achèvement du programme, de manière à respecter la date limite fixée à 2015 pour la correction du déficit excessif.

Au Portugal, les prévisions économiques d'automne 2011 de la Commission européenne indiquent un déficit de 5,8 % du PIB en 2011, niveau proche de l'objectif budgétaire de 5,9 % du PIB fixé par le programme d'aide financière de l'UE et du FMI. En réponse aux dérapages budgétaires apparus par rapport à l'objectif pour 2011, au cours de la mise en œuvre du programme d'ajustement économique, le nouveau gouvernement a introduit des mesures supplémentaires pour combler cet écart, notamment un impôt extraordinaire sur la prime de Noël et un relèvement du taux de TVA sur l'électricité et sur le gaz. De plus, un transfert exceptionnel des actifs des fonds de pension des banques privées vers les comptes de la sécurité sociale, à hauteur de quelque 3,5 % du PIB, a été opéré en décembre 2011. En conséquence, le déficit devrait s'établir autour de 4 % du PIB en 2011, niveau nettement inférieur à l'objectif.

#### LES INDICATEURS CORRIGÉS DU CYCLE

Comme le montre le tableau 5, les trois indicateurs budgétaires qui prennent en compte la situation conjoncturelle de l'économie (c'est-à-dire le solde corrigé du cycle, le solde primaire corrigé du cycle et le solde structurel) confirment l'effort d'assainissement remarquable entrepris dans l'ensemble de la zone euro en 2011. En particulier, aussi bien le solde corrigé du cycle que le solde primaire corrigé du cycle, qui ne tient pas compte de l'incidence des paiements d'intérêts, se sont améliorés de, respectivement, 1,8 et 1,9 point de pourcentage du PIB en 2011. Le solde structurel de la zone (hors mesures exceptionnelles ou temporaires) a augmenté de 1,0 point de pourcentage du PIB durant la même période. Ces chiffres doivent être interprétés avec prudence car les estimations en temps réel de l'incidence du cycle sur les soldes budgétaires sont empreintes d'incertitude.

Tous les pays de la zone euro à l'exception de l'Allemagne, de l'Estonie, du Luxembourg, de

**Tableau 5 Variations du solde budgétaire corrigé du cycle, du solde primaire corrigé du cycle et du solde structurel dans la zone euro et les pays de la zone euro**

(en points de pourcentage du PIB)

	Variation du solde budgétaire corrigé du cycle			Variation du solde budgétaire primaire corrigé du cycle			Variation du solde budgétaire structurel		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Belgique	-2,3	1,1	0,1	-2,5	0,9	0,0	-1,6	0,5	0,2
Allemagne	-0,1	-2,3	2,2	-0,2	-2,5	2,1	-0,6	-1,0	1,1
Estonie	5,6	1,6	-1,5	5,6	1,5	-1,4	3,9	0,7	-0,1
Irlande	-4,6	-17,4	20,2	-4,0	-16,3	20,7	-2,6	0,1	0,6
Grèce	-4,6	6,4	3,4	-4,4	6,9	4,6	-5,6	6,4	4,0
Espagne	-4,6	2,1	2,5	-4,4	2,3	2,8	-4,2	1,5	2,1
France	-2,3	0,4	1,1	-2,8	0,4	1,3	-2,2	0,5	1,0
Italie	-0,1	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,8	-0,6	0,6	0,4
Chypre	-5,6	0,8	-1,1	-5,9	0,5	-1,0	-5,9	0,6	-0,2
Luxembourg	-0,6	-0,8	0,2	-0,5	-0,8	0,3	-0,6	-0,8	0,1
Malte	2,2	-0,4	0,2	2,1	-0,5	0,4	1,9	-0,9	1,2
Pays-Bas	-3,3	0,2	0,4	-3,4	0,0	0,3	-3,3	0,3	0,3
Autriche	-0,8	-0,8	0,3	-0,6	-0,9	0,3	-0,8	-0,4	0,1
Portugal	-5,5	-0,2	4,5	-5,6	-0,1	5,8	-4,1	-0,8	2,7
Slovénie	0,8	0,3	-0,2	1,0	0,6	0,1	0,9	0,2	0,9
Slovaquie	-3,4	0,1	1,9	-3,2	0,0	2,1	-3,4	0,4	2,6
Finlande	-1,9	-1,2	0,7	-2,2	-1,2	0,8	-1,9	-1,2	0,6
Zone euro	-1,8	-0,4	1,8	-2,0	-0,4	1,9	-1,9	0,3	1,0

Source : Prévisions économiques de l'automne 2011 de la Commission européenne

Notes : Un chiffre positif correspond à une amélioration budgétaire et un chiffre négatif à une détérioration. Dans le cas de l'Irlande, les variations du solde budgétaire et du solde primaire corrigés du cycle comprennent les mesures de soutien au secteur financier, qui ont représenté 2,5 % du PIB et 19,8 % du PIB, respectivement, en 2009 et 2010.

Malte et de la Finlande ont enregistré, en 2011, un déficit supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB. À fin 2011, quatorze 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 pour Malte à 2015 pour l'Irlande (cf. tableau 6). La procédure de déficit excessif lancée à l'encontre de la Finlande a été

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

(en pourcentage du PIB)

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

Source : Commission européenne

abrogée par le Conseil de l'Union européenne en juillet 2011, les données définitives faisant état d'un déficit ne dépassant pas la valeur de référence de 3 % du PIB en 2010 et les prévisions économiques de printemps 2011 de la Commission européenne tablant sur un nouveau recul du déficit à 1 % du PIB en 2011.

### L'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE DEVRAIT SE POURSUIVRE

En 2012, la situation budgétaire de la zone euro devrait encore s'améliorer, à un rythme plus lent cependant. Selon les prévisions économiques d'automne 2011 de la Commission européenne, le ratio de déficit moyen des administrations publiques de la zone devrait fléchir de 0,7 point de pourcentage pour s'inscrire à 3,4 % du PIB (cf. graphique 26). Le ratio moyen de recettes devrait augmenter de 0,5 point de pourcentage du PIB, tandis que celui des dépenses devrait diminuer de 0,2 point de pourcentage du PIB. Le ratio moyen de dette publique dans la zone euro devrait continuer d'augmenter en 2012, de 2,4 points de pourcentage, pour atteindre 90,4 %

du PIB, les ratios de dette dépassant 100 % du PIB dans quatre pays, à savoir l'Irlande, la Grèce, l'Italie et le Portugal.

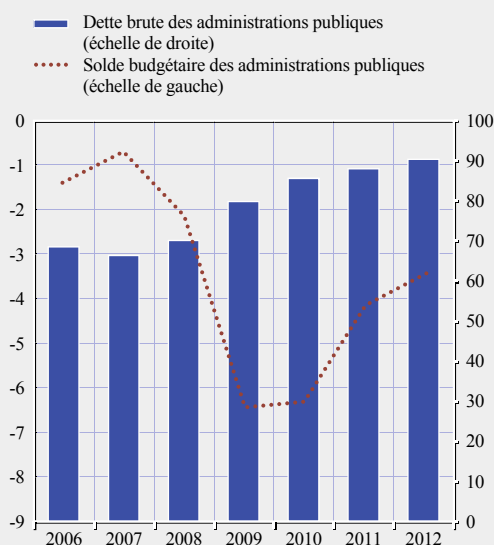
### LA PRUDENCE BUDGÉTAIRE EST ESSENTIELLE POUR RESTAURER LA CONFIANCE DES MARCHÉS

S'agissant du cadre institutionnel d'élaboration de la politique budgétaire, l'adoption du nouveau paquet de mesures de réforme de la gouvernance, à l'issue d'intenses négociations sur la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE, a constitué une avancée mais pas le « saut qualitatif » requis (cf. la partie 1 du chapitre 4). En septembre 2011, le Conseil européen, le Parlement européen et la Commission européenne sont parvenus à un accord sur les nouvelles règles de gouvernance, qui ont été adoptées formellement en novembre et sont entrées en vigueur en décembre 2011. Le paquet de mesures de réforme de la gouvernance comporte six actes législatifs (connu sous le nom de « paquet de six ») qui ont pour objet de renforcer la gouvernance économique au sein de l'UE et, en particulier, de la zone euro. Le paquet législatif adopté contient un certain nombre d'éléments visant à améliorer la gouvernance budgétaire de l'UE et de la zone euro, sous réserve que les nouvelles règles soient appliquées de façon stricte, même si des réformes plus profondes sont nécessaires. En outre, le pacte budgétaire (qui fait partie du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire) améliorera encore la gouvernance budgétaire à l'échelle nationale.

De manière générale, les stratégies d'assainissement budgétaire doivent se conformer rigoureusement aux dispositions du Pacte de stabilité et de croissance afin de restaurer la confiance des marchés financiers. En particulier, les pays bénéficiant de l'aide financière de l'UE et du FMI doivent honorer pleinement les engagements pris au titre de leur programme. Tous les pays soumis à une procédure de déficit excessif doivent faire en sorte que leurs objectifs budgétaires soient intégralement respectés. Les programmes budgétaires à moyen terme doivent comporter

**Graphique 26 Évolutions budgétaires dans la zone euro**

(en pourcentage du PIB)



Source : Prévisions économiques de l'automne 2011 de la Commission européenne

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

des mesures suffisamment crédibles, dans le cadre de stratégies fermement axées sur la correction des déficits excessifs.

Les risques pesant sur la viabilité des finances publiques nécessitent la mise en œuvre de réformes structurelles visant à doper la croissance et à renforcer la stabilité du secteur bancaire, en tenant compte des déséquilibres spécifiques à chaque pays. La stratégie appropriée pour rétablir et renforcer la solidité budgétaire diffère d'un pays à l'autre de la zone euro et dépend des sources principales de déséquilibres budgétaires. Par conséquent, chaque pays doit mettre en œuvre une stratégie individuelle, tout en se conformant strictement aux recommandations formulées dans le cadre du Semestre européen (cycle de coordination de la politique économique). Les réformes structurelles doivent être mises en œuvre aussi rapidement que possible afin d'accroître la compétitivité, d'augmenter la flexibilité des économies et de rehausser la croissance de la productivité, ce qui renforcera la croissance à long terme.



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

#### ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

La production a continué de se redresser en 2011 dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro (cf. tableau 7). Toutefois, les signes de ralentissement se sont multipliés vers la fin de l'année, ces pays ayant à pâtir du recul de la croissance économique et du renforcement des tensions financières dans la zone euro. La volatilité du profil de croissance et les différences entre les pays sont demeurées importantes. Même si la demande intérieure est devenue un moteur plus important de la croissance économique, notamment en Lettonie, en Lituanie et en Pologne, les exportations nettes ont continué d'apporter une contribution à celle-ci dans la plupart des pays en 2011. L'atonie des marchés du travail, la faible utilisation des capacités de production et l'assainissement budgétaire ont freiné la reprise dans plusieurs pays. De plus, la détérioration du climat des affaires, la réduction du levier d'endettement dans le secteur bancaire, des facteurs spécifiques aux différents pays et la nécessité de redresser les bilans du secteur privé ont progressivement freiné la demande intérieure.

S'agissant des principales composantes de la demande intérieure, la consommation privée est

restée modérée dans la plupart des pays, reflétant les facteurs précités. Le taux de chômage est resté élevé dans tous les pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et la reprise économique n'a entraîné une amélioration de la situation du marché du travail que dans un petit nombre d'entre eux. En dépit d'une situation de sous-emploi sur les marchés du travail et des contraintes existant dans le secteur public, la hausse des salaires s'est accentuée en 2011 dans la majorité des pays, reflétant, entre autres, des effets de composition et des goulets d'étranglement sur le marché du travail. La croissance des crédits au secteur privé est restée faible dans la plupart des pays de l'UE hors zone euro, traduisant à la fois des tensions sur l'offre résultant des pressions sur les fonds propres et des difficultés de financement, et la faiblesse de la demande en liaison avec l'atonie de l'activité économique et le processus de désendettement. Dans un environnement caractérisé par un important volant de capacités inutilisées, la croissance de l'investissement s'est accentuée progressivement dans la plupart des pays, souvent grâce à des fonds de l'UE.

Au cours des trois premiers trimestres de 2011, la croissance du PIB en volume a été particulièrement forte en Lettonie, en Lituanie,

**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)

	2008	2009	2010	2011 <sup>3)</sup>	T1 2011	T2 2011	T3 2011	T4 2011 <sup>3)</sup>
Bulgarie	6,2	-5,5	0,2	.	1,5	2,2	2,3	.
République tchèque	3,1	-4,7	2,7	.	3,1	2,0	1,2	.
Danemark	-0,8	-5,8	1,3	1,1	1,9	1,7	0,1	0,6
Lettonie	-3,3	-17,7	-0,3	.	3,5	5,6	6,6	.
Lituanie	2,9	-14,8	1,4	5,9	5,9	6,5	6,7	4,4
Hongrie	0,9	-6,8	1,3	1,7	2,5	1,5	1,4	1,4
Pologne	5,1	1,6	3,9	4,3	4,1	4,7	4,3	4,3
Roumanie	7,4	-7,1	-1,3	.	1,7	1,4	4,4	.
Suède	-0,6	-5,0	6,1	4,0	6,1	4,4	4,5	1,1
Royaume-Uni	-1,1	-4,4	2,1	.	1,3	1,6	0,4	.
UE-7 <sup>1)</sup>	4,4	-3,2	2,2	.	3,3	3,3	3,5	.
UE-10 <sup>2)</sup>	0,4	-4,3	2,5	.	2,4	2,4	1,6	.
Zone euro	0,4	-4,3	1,9	1,5	2,4	1,6	1,3	0,7

Source : Eurostat

Note : Les données trimestrielles sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés pour tous les pays à l'exception de la Roumanie, pour laquelle les données sont seulement désaisonnalisées.

1) L'UE-7 est l'agrégation des sept États membres de l'UE hors zone euro qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou en 2007.

2) L'UE-10 est l'agrégation des dix États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2011.

3) Les données pour 2011 sont des estimations rapides, c'est-à-dire des données provisoires.

en Pologne et en Suède, c'est-à-dire dans les pays où la contribution de la demande intérieure était la plus importante. En revanche, la croissance du PIB a nettement fléchi au Royaume-Uni, dans le sillage d'une contraction de la demande intérieure. La croissance du PIB s'est également ralentie en République tchèque, tandis qu'elle s'est légèrement renforcée en Hongrie. En Roumanie elle est devenue positive en 2011, après deux années de contraction, en raison d'une reconstitution des stocks et d'une contribution positive de la demande intérieure.

### ÉVOLUTION DES PRIX

L'inflation annuelle moyenne s'est accentuée en 2011 dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro (cf. tableau 8). Cette hausse généralisée a été liée à des facteurs tant internes qu'externes. Les tensions ont résulté des prix des produits alimentaires et de l'énergie, notamment au premier semestre de l'année, ainsi que des modifications de la fiscalité indirecte, des prix administrés et des droits d'accise et d'une dépréciation du taux de change dans certains pays. Le renchérissement des matières premières sur les marchés mondiaux a eu tendance à exercer une incidence plus forte sur l'inflation dans les États d'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 représentatifs de l'IPCH. De plus, sous l'effet du redressement progressif de la demande intérieure, l'inflation annuelle hors énergie et produits alimentaires a également augmenté dans la plupart des pays, quoiqu'à partir de taux très bas ou même négatifs dans certains pays.

La hausse annuelle de l'IPCH a continué de varier fortement d'un pays à l'autre. Le taux moyen d'inflation le plus élevé a été enregistré en Roumanie (5,8 %), où la TVA avait été sensiblement relevée en 2010. L'inflation s'est établie entre 3,4 % et 4,5 % dans la plupart des autres pays. En République tchèque et au Danemark, elle est ressortie à 2,1 % et 2,7 %, respectivement, tandis que la Suède a enregistré le taux le plus faible des pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro (1,4 %). Les évolutions au cours de l'année ont été variables selon les pays. L'effet désinflationniste des évolutions des prix des produits alimentaires et de l'énergie au second semestre 2011 a été en partie contrebalancé par des facteurs spécifiques aux différents pays, tels que des augmentations de la TVA (en Lettonie, en Pologne et au Royaume-Uni), des relèvements des droits d'accise (en Lettonie) et des prix administrés (en République tchèque) ou par des dépréciations du taux de change (en Hongrie et en Pologne, par exemple). L'inflation s'est nettement ralentie

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

(variations annuelles en pourcentage)								
	2008	2009	2010	2011	2011	2011	2011	2011
					T1	T2	T3	T4
Bulgarie	12,0	2,5	3,0	3,4	4,5	3,4	3,1	2,5
République tchèque	6,3	0,6	1,2	2,1	1,9	1,8	2,0	2,8
Danemark	3,6	1,1	2,2	2,7	2,6	2,9	2,6	2,5
Lettonie	15,3	3,3	-1,2	4,2	3,8	4,6	4,4	4,1
Lituanie	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	4,7	4,6	4,0
Hongrie	6,0	4,0	4,7	3,9	4,3	3,9	3,4	4,1
Pologne	4,2	4,0	2,7	3,9	3,6	4,0	3,7	4,2
Roumanie	7,9	5,6	6,1	5,8	7,5	8,3	4,2	3,4
Suède	3,3	1,9	1,9	1,4	1,3	1,7	1,6	0,9
Royaume-Uni	3,6	2,2	3,3	4,5	4,1	4,4	4,7	4,7
UE-7 <sup>1)</sup>	6,5	3,7	3,2	3,9	4,1	4,4	3,5	3,7
UE-10 <sup>2)</sup>	4,7	2,7	3,2	4,0	3,9	4,2	4,0	4,0
Zone euro	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9

Source : Eurostat

1) L'UE-7 est l'agrégation des sept États membres de l'UE hors zone euro qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou en 2007.

2) L'UE-10 est l'agrégation des dix États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2011.

au second semestre 2011 en Roumanie, grâce, entre autres facteurs, à l'effet de base statistique lié à la dissipation de l'incidence de la hausse de la TVA et à de bonnes récoltes.

### POLITIQUES BUDGÉTAIRES

À l'exception de la Bulgarie, de la Hongrie et de la Suède, tous les États membres de l'UE hors zone euro ont enregistré, selon les estimations, des déficits budgétaires supérieurs à la valeur de référence de 3 % du PIB en 2011 (cf. tableau 9). En Hongrie, toutefois, l'excédent budgétaire de 3,6 % du PIB a été sensiblement affecté par des recettes ponctuelles liées à la nationalisation des fonds de pension privés obligatoires. Le Royaume-Uni a continué d'afficher un déficit très élevé, estimé à 9,4 % du PIB, en raison d'un environnement macroéconomique nettement moins favorable que prévu. Dans l'ensemble, dans la plupart des pays, les résultats budgétaires pour 2011 ont été conformes aux objectifs inscrits dans les programmes de convergence d'avril 2011. Les améliorations des soldes budgétaires observées en 2011 ont été principalement liées à l'assainissement budgétaire

structurel (y compris en Lettonie et en Roumanie, pays qui étaient soumis à un programme conjoint de l'UE et du FMI), ainsi qu'à des évolutions conjoncturelles positives (en Hongrie et en Suède). Seul le Danemark a connu une détérioration de son solde budgétaire en 2011.

À fin 2011, tous les États membres de l'UE hors zone euro, à l'exception de la Suède, faisaient l'objet d'une décision du Conseil de l'UE 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 brute des administrations publiques rapportée au PIB a augmenté en 2011 dans tous les États membres de l'UE hors zone euro à l'exception de la Lituanie, de la Hongrie et de la Suède. La diminution du ratio de la dette publique en Hongrie a été exclusivement due au facteur

**Tableau 9 Finances publiques**

(en pourcentage du PIB)

	Solde budgétaire					Dette brute				
	Prévisions de la Commission européenne				Programmes de convergence actualisés d'avril 2011	Prévisions de la Commission européenne				Programmes de convergence actualisés d'avril 2011
	2008	2009	2010	2011		2008	2009	2010	2011	
Bulgarie	1,7	-4,3	-3,1	-2,5	-2,5	13,7	14,6	16,3	17,5	16,4
République tchèque	-2,2	-5,8	-4,8	-4,1	-4,2	28,7	34,4	37,6	39,9	41,4
Danemark	3,2	-2,7	-2,6	-4,0	-3,8	34,5	41,8	43,7	44,1	43,0
Lettonie	-4,2	-9,7	-8,3	-4,2	-4,5	19,8	36,7	44,7	44,8	48,3
Lituanie	-3,3	-9,5	-7,0	-5,0	-5,3	15,5	29,4	38,0	37,7	38,1
Hongrie	-3,7	-4,6	-4,2	3,6	2,0	72,9	79,7	81,3	75,9	75,5
Pologne	-3,7	-7,3	-7,8	-5,6	-5,6	47,1	50,9	54,9	56,7	54,9
Roumanie	-5,7	-9,0	-6,9	-4,9	-4,9	13,4	23,6	31,0	34,0	33,3
Suède	2,2	-0,7	0,2	0,9	0,6	38,8	42,7	39,7	36,3	36,8
Royaume-Uni	-5,0	-11,5	-10,3	-9,4	-7,9	54,8	69,6	79,9	84,0	84,1
UE-7 <sup>1)</sup>	-3,5	-7,0	-6,5	-3,9	-4,2	38,1	44,1	48,7	49,6	49,0
EU-10 <sup>2)</sup>	-3,3	-8,5	-7,5	-6,3	-5,6	47,3	58,0	64,5	66,2	66,1
Zone euro	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-4,3	70,1	79,8	85,6	88,0	-

Sources : Prévisions économiques de l'automne 2011 de la Commission européenne, programmes de convergence actualisés d'avril 2011 et calculs de la BCE

Notes : Les données sont basées sur les définitions du SEC 95. Les chiffres relatifs à 2011 figurant dans les programmes de convergence actualisés d'avril 2011 correspondent aux objectifs fixés par les gouvernements nationaux et peuvent donc différer des résultats définitifs.

1) L'UE-7 est l'agrégation des sept États membres de l'UE hors zone euro qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou en 2007.

2) L'UE-10 est l'agrégation des dix États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2011.

précité, à savoir l'utilisation partielle des actifs de l'ancien régime privé des retraites pour rembourser la dette des administrations publiques. Le ratio de la dette rapportée au PIB est resté supérieur à la valeur de référence de 60 % en Hongrie et au Royaume-Uni.

### ÉVOLUTIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

En 2011, 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 améliorés ou sont restés globalement inchangés dans la plupart des pays (cf. tableau 10). La Bulgarie a dégagé son premier excédent cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital depuis son adhésion à l'UE, tandis que cet excédent s'est accru en Hongrie. Le déficit s'est contracté en Roumanie. La Lettonie et la Lituanie ont continué d'enregistrer des excédents, mais ceux-ci ont été inférieurs à ceux de 2010 en dépit de la vigueur des exportations. Cette évolution a reflété en grande partie une augmentation de la demande d'importations, stimulée par une forte croissance du PIB, ainsi qu'une détérioration du solde des revenus. En Pologne et en République tchèque, pays qui étaient entrés dans la crise financière mondiale

avec des déficits moins élevés, le solde cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital a peu évolué. En revanche, le déficit s'est réduit au Royaume-Uni, tandis que les excédents importants enregistrés par le Danemark et la Suède se sont encore accrus.

En ce qui concerne le financement, les entrées au titre des investissements directs étrangers se sont ralenties en 2011 dans la plupart des pays n'appartenant pas à la zone euro qui ont rejoint l'UE à partir de 2004. Le Royaume-Uni est devenu exportateur net d'investissements directs, tandis que le Danemark et la Suède ont continué d'afficher des sorties nettes. Le Danemark et la Hongrie ont enregistré des entrées nettes importantes au titre des investissements de portefeuille, tandis que des sorties significatives ont été observées pour la Lettonie et le Royaume-Uni. S'agissant des autres investissements, de nombreux pays ont continué d'enregistrer des sorties nettes ou une diminution des entrées nettes en 2011, probablement en liaison avec le processus de désendettement en cours. En Lettonie et en Roumanie, les entrées de capitaux privés ont continué d'être complétées par les programmes de soutien financier mis en place par les organisations internationales.

**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			
	2008	2009	2010	2011 <sup>1)</sup>	2008	2009	2010	2011 <sup>1)</sup>	2008	2009	2010	2011 <sup>1)</sup>
Bulgarie	-22,3	-7,6	-0,5	2,2	17,5	7,2	4,4	2,9	17,0	-2,0	-3,0	-4,6
République tchèque	-1,4	-1,0	-2,2	-2,2	0,9	1,0	2,6	0,8	1,7	-1,4	-1,8	2,1
Danemark	2,9	3,3	5,6	6,9	-3,3	-0,8	-3,5	-2,3	2,1	3,8	4,1	-11,2
Lettonie	-11,6	11,1	4,9	1,3	3,0	0,6	1,5	5,1	7,6	-9,8	-1,1	-3,6
Lituanie	-11,1	7,8	4,2	3,2	3,4	-0,4	1,8	2,9	5,8	-10,7	-9,0	-2,5
Hongrie	-6,3	1,0	2,9	3,0	2,7	-0,2	0,4	-0,3	16,9	9,2	0,4	-2,7
Pologne	-5,4	-2,2	-2,8	-2,7	2,0	1,9	0,7	1,2	6,0	3,1	2,0	0,8
Roumanie	-11,1	-3,6	-4,3	-4,2	6,7	3,0	1,8	0,7	6,5	2,3	4,9	1,9
Suède	8,6	6,9	6,5	7,4	1,2	-3,9	-5,6	-4,9	9,4	-9,9	-9,0	-7,1
Royaume-Uni	-1,3	-1,5	-3,1	-2,7	-2,6	1,2	0,9	-1,5	-9,8	-3,0	0,0	10,0
UE-7 <sup>2)</sup>	-6,8	-1,4	-1,7	-1,6	3,4	1,8	1,4	1,1	7,1	1,8	0,9	0,2
UE-10 <sup>3)</sup>	-1,4	-0,2	-1,0	-0,5	-0,7	0,7	0,0	-1,3	-2,5	-1,9	-0,5	3,8
Zone euro	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-1,2	-0,6	-0,8	0,3	-1,9	-0,6	-2,8	-3,1

Source : BCE

1) Les données pour 2011 se rapportent à la moyenne sur quatre trimestres jusqu'au troisième trimestre 2011.

2) L'UE-7 est l'agrégation des sept États membres de l'UE hors zone euro qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou en 2007.

3) L'UE-10 est l'agrégation des dix États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2011.

## ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE

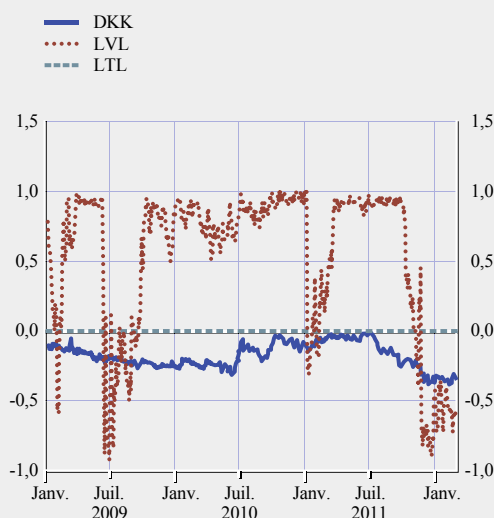
En 2011, les évolutions des taux de change dans les États membres de l'UE hors zone euro ont été largement tributaires des régimes de change de chacun des pays. Les monnaies du Danemark, de la Lettonie et de la Lituanie ont participé au mécanisme de change européen II (MCE II). Le lats letton et le litas lituanien disposaient d'une marge de fluctuation standard de  $\pm 15\%$  autour de leur cours pivot vis-à-vis de l'euro et une marge plus étroite, de  $\pm 2,25\%$  s'appliquait à la couronne danoise (cf. graphique 27). 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. En particulier, le litas lituanien a rejoint le MCE II en maintenant son 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  $\pm 1\%$ . En 2011, le litas lituanien s'est maintenu à son cours pivot, tandis que le lats letton a fluctué au sein de la marge de  $\pm 1\%$  fixée unilatéralement vis-à-vis de l'euro.

Deux phases peuvent être distinguées dans les évolutions des taux de change des devises des États membres de l'UE hors zone euro qui ne participaient pas au MCE II. Au premier semestre 2011, la couronne tchèque, le forint hongrois et le leu roumain se sont légèrement appréciés vis-à-vis de l'euro et le zloty polonais est resté globalement stable (cf. graphique 28). Ces évolutions résultent essentiellement des perspectives économiques favorables pour ces pays et d'une amélioration du climat des affaires dans la zone euro, qui est leur principal partenaire commercial. Au second semestre 2011, toutefois, la montée de l'aversion globale au risque a contribué à une dépréciation de ces monnaies vis-à-vis de l'euro. En Hongrie, l'affaiblissement du forint est intervenu dans

**Graphique 27 Évolutions des devises de l'UE participant au MCE II**

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

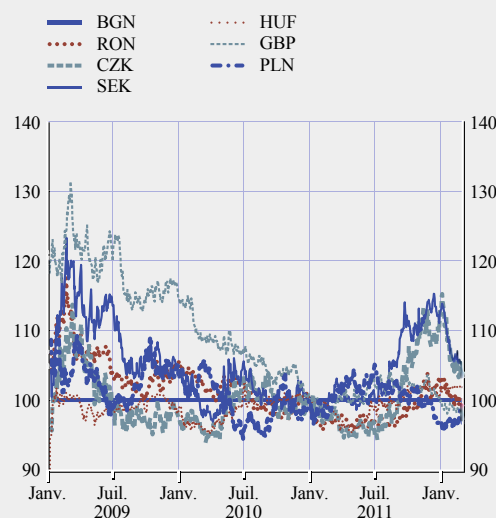


Source : BCE

Notes : Un écart positif (négatif) par rapport au cours pivot vis-à-vis de l'euro 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 les autres devises, la marge de fluctuation standard de  $\pm 15\%$  s'applique. La dernière observation se rapporte à 2 mars 2012.

**Graphique 28 Évolutions des devises de l'UE ne participant pas au MCE II par rapport à l'euro**

(données quotidiennes ; indice : 3 janvier 2011 = 100)



Source : BCE

Notes : Une hausse (baisse) indique une dépréciation (appréciation) de la devise. La dernière observation se rapporte à 2 mars 2012.

un contexte marqué par le regain d'inquiétude quant à l'indépendance de la banque centrale et l'interruption des négociations entre le FMI et l'UE et le gouvernement hongrois sur un nouvel accord portant sur un prêt de précaution (cf. également l'encadré 9). Des évolutions opposées ont été observées pour la livre sterling, qui s'est dépréciée vis-à-vis de l'euro au premier semestre 2011, avant de s'apprécier fortement plus tard dans l'année. Après s'être fortement appréciée vis-à-vis de l'euro en 2009 et 2010 à la faveur de la robuste reprise de l'économie suédoise, la couronne est restée globalement stable en 2011. Fort du dispositif de caisse d'émission ancré à l'euro, le lev bulgare est également demeuré stable contre euro.

### ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

En 2011, la situation s'est généralement détériorée sur les marchés financiers des États membres de l'UE hors zone euro. Tandis que les taux d'intérêt à long terme, mesurés par les rendements des emprunts publics à dix ans, ont baissé ou sont restés globalement inchangés dans tous les pays à l'exception de la Hongrie et de la Lituanie, les primes de risque de crédit, mesurées par les *swaps* de défaut (CDS), ont augmenté dans tous les pays. Les hausses de CDS les plus importantes ont été observées en Hongrie. Outre des facteurs spécifiques aux différents pays, la hausse généralisée des primes de risque souverain a été provoquée par une aversion au risque accrue des investisseurs, liée à la nouvelle intensification des turbulences financières dans la zone euro. En ce qui concerne les marchés monétaires, les taux d'intérêt ont augmenté dans tous les États membres de l'UE hors zone euro, à l'exception de la Bulgarie, de la République tchèque, du Danemark et de la Roumanie, en partie en raison de relèvements des taux directeurs.

Les marchés boursiers des États membres de l'UE hors zone euro se sont fortement repliés en 2011, enregistrant en moyenne une baisse comparable à celle observée dans la zone euro, soit 20 % environ. Les reculs les moins importants ont été observés au Royaume-Uni,

suivi du Danemark, tandis que les marchés les plus touchés ont été la République tchèque, suivie de la Bulgarie.

### 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).

Jusqu'en juillet 2011, de nombreuses banques centrales des pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro, notamment la Danmarks Nationalbank, la Magyar Nemzeti Bank, la Narodowy Bank Polski et la Sveriges Riksbank ont relevé leurs taux directeurs en plusieurs étapes afin de contrer les tensions inflationnistes attendues ou, dans le cas du Danemark, pour suivre les évolutions des taux directeurs de la BCE. Les perspectives économiques s'étant détériorées au second semestre 2011, la Danmarks Nationalbank a abaissé son taux d'intérêt directeur en novembre et décembre 2011, en phase avec la baisse des taux directeurs de la BCE. En novembre 2011 et en janvier et février 2012, la Banca Națională a României a également réduit son taux directeur, en réponse à des évolutions plus favorables de l'inflation. En revanche, la Magyar Nemzeti Bank a de nouveau relevé son taux de base en novembre et décembre 2011 afin de limiter la dépréciation du forint, qui menaçait d'entraîner un dépassement de la cible d'inflation et accroissait la vulnérabilité du système financier.

En ce qui concerne les autres mesures de politique monétaire, la Danmarks Nationalbank est intervenue sur le marché des changes et a abaissé en plusieurs étapes le taux du compte courant et celui des certificats de dépôt, afin de maintenir la stabilité du taux de change vis-à-vis de l'euro après l'intensification des entrées de capitaux observée au cours de l'été. La Banca Națională a României a ramené de 25 % à 20 % le taux des réserves obligatoires appliqué aux

**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 au taux de 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 : 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.
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 %, ± 1 point de pourcentage (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 : 3,0 %, ± 1 point de pourcentage pour fin 2011 et fin 2012 puis 2,5 %, ± 1 point de pourcentage en fin d'année à partir 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.

engagements libellés en devises dont la durée résiduelle est inférieure ou égale à deux ans, afin de poursuivre l'alignement progressif avec les normes de la BCE. En janvier 2012, la Latvijas Banka a ramené de 3 % à 2 % le taux de réserves obligatoires sur les engagements bancaires d'une durée supérieure à deux ans et de 5 % à 4 % celui appliqué aux autres engagements, créant ainsi des conditions de crédit plus favorables. La Bank of England a augmenté de 75 milliards de livres

le montant de son programme d'achat d'actifs en octobre, le portant à 275 milliards, en raison de la détérioration des perspectives économiques et d'un risque accru que l'inflation se situe en deçà de la cible de 2 % à moyen terme.







La *Grossmarkthalle* est un bâtiment classé qui abritait auparavant le marché de gros des fruits et légumes de Francfort. Elle a été construite entre 1926 et 1928 selon les plans dessinés par Martin Elsaesser, directeur de l'urbanisme à la Ville de Francfort-sur-le-Main à l'époque. Dans le cadre des travaux de restauration de la *Grossmarkthalle*, le mortier composant les joints des façades en briques des bâtiments latéraux a été enlevé et remplacé.

Ces joints des façades en briques constituaient l'une des caractéristiques visuelles distinctives de la *Grossmarkthalle*. Les plans originaux faisaient ressortir l'horizontalité des assises de briques à travers la variation non seulement de l'épaisseur mais aussi de la couleur des joints. Les joints horizontaux étaient plus épais et réalisés avec du mortier pâle, alors que les joints de tassement verticaux étaient plus fins et faits de mortier plus sombre. Les travaux de rénovation des joints sont effectués avec soin afin de reproduire l'aspect originel des façades.

La restauration de l'aile est s'est achevée en 2011 et celle de l'aile ouest a débuté au printemps 2011. L'ensemble de ces travaux ont été autorisés par l'administration chargée de la préservation des sites historiques.

## CHAPITRE 2

# LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE

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

## I.1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Les instruments de politique monétaire utilisés par l'Eurosystème en 2011 comprennent les opérations d'*open market*, telles que les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme et les opérations de réglage fin, ainsi que les facilités permanentes et les réserves obligatoires. L'Eurosystème a également eu recours à des mesures non conventionnelles, dont le deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées et le programme pour les marchés de titres.

En 2011, le Conseil des gouverneurs a modifié les taux directeurs de la BCE à quatre reprises (cf. graphique 29). Le 13 avril 2011, les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont été relevés de 25 points de base, à 1,25 %, 2,00 % et 0,50 %, respectivement. Tous les taux directeurs de la BCE ont de nouveau été augmentés de 25 points de base, avec effet au

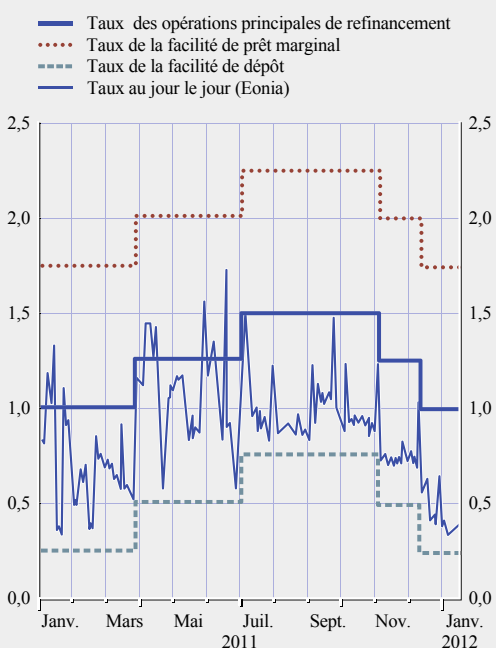
13 juillet. Le Conseil des gouverneurs a décidé de les réduire de 25 points de base, à compter du 9 novembre. Le 14 décembre, tous les taux directeurs ont encore été abaissés de 25 points de base, revenant ainsi aux niveaux qu'ils affichaient au début de l'année (à savoir 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %, respectivement). La largeur du corridor des taux d'intérêt a été maintenue à 150 points de base (75 points de base de part et d'autre du taux fixe des opérations principales de refinancement).

La mise en œuvre de la politique monétaire tout au long de 2011 a de nouveau été guidée par les efforts déployés par l'Eurosystème en vue de réagir aux tensions sur certains compartiments des marchés financiers et à l'altération du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme ont continué d'être réalisées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Par conséquent, le montant total des opérations de refinancement est resté conditionné par la demande émanant des contreparties, ce qui reflète leur préférence sous-jacente pour la liquidité. La demande de liquidité émanant du système bancaire auprès de l'Eurosystème a été relativement stable au cours du premier semestre 2011, à un niveau avoisinant 600 milliards d'euros, avant de s'accroître substantiellement au second semestre pour atteindre plus de 1 000 milliards d'euros à la fin de l'année (cf. graphique 31).

En 2011<sup>1</sup>, les besoins journaliers de refinancement du système bancaire de la zone euro se sont élevés en moyenne à 470 milliards d'euros, ce qui représente une contraction de 16 % par rapport à 2010. Cette dernière est principalement imputable à la baisse de 25 % des facteurs autonomes<sup>2</sup>, qui sont revenus à 260 milliards d'euros en moyenne (cf. graphique 30).

**Graphique 29 Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour**

(en pourcentage)



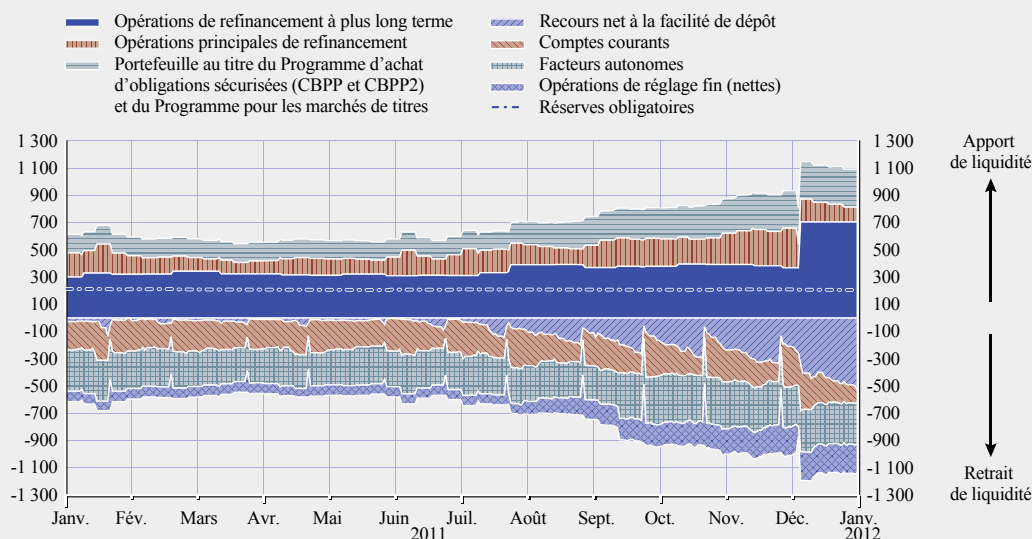
Source : BCE

1 Cette période couvre les douze périodes de constitution complètes de 2011, du 19 janvier 2011 au 17 janvier 2012.

2 Les facteurs autonomes 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 fonction de gestion de la liquidité de la BCE.

### Graphique 30 Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2011

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Les réserves obligatoires ont en moyenne légèrement diminué en 2011, s'établissant à 208 milliards d'euros, contre 212 milliards en 2010. Le montant mensuel moyen des excédents de réserves est ressorti à 2,53 milliards d'euros en 2011, soit un niveau supérieur à ceux des années précédentes (1,26 milliard en 2010 et 1,03 milliard en 2009).

Le niveau élevé de l'excédent de liquidité (à savoir la différence entre la liquidité fournie par l'Eurosystème et les besoins de liquidité du système bancaire) a fortement accru le recours à la facilité de dépôt. Le recours journalier moyen à cette facilité s'est établi à quelque 25 milliards d'euros au premier semestre 2011, avant d'augmenter constamment, passant de 87 milliards d'euros le 1<sup>er</sup> août à 528 milliards à la fin de la douzième période de constitution de 2011.

#### LES OPÉRATIONS D'OPEN MARKET

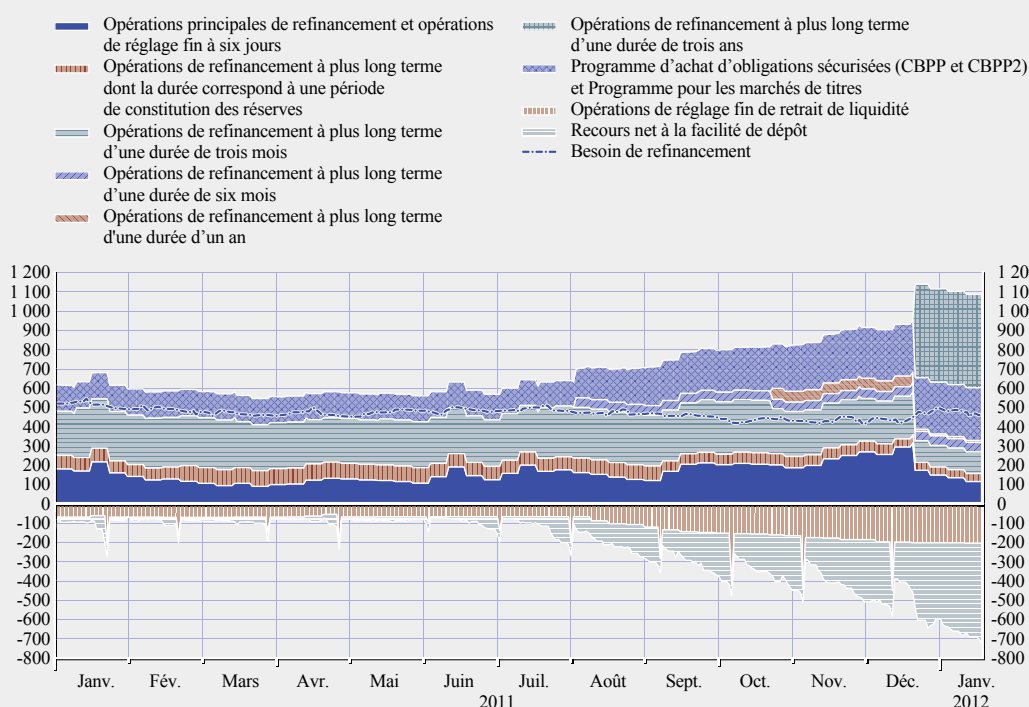
L'Eurosystème recourt actuellement aux opérations principales de refinancement, aux opérations de refinancement à plus long terme régulières, aux opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à

une période de constitution de réserves, aux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires 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. En 2011, 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 2 267 en 2010 à 2 319 en 2011. En moyenne, 190 contreparties ont participé aux opérations principales de refinancement en 2011. Le volume moyen alloué lors des opérations principales de refinancement atteignait 156 milliards d'euros (contre 133,8 milliards en 2010). Au premier semestre de l'année, il était inférieur de 42 % environ à celui relevé durant le

### Graphique 31 Opérations de politique monétaire : volume des encours

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

second semestre. En 2011, le nombre le plus faible de contreparties (126) à avoir participé à une opération principale de refinancement a été enregistré lors de l'opération réglée le 7 septembre, et le volume le plus bas alloué lors d'une telle opération (84,5 milliards d'euros) l'a été dans le cadre de l'opération réglée le 6 avril. La participation la plus importante (371) a été notée le 2 février, et le volume alloué le plus élevé (291,6 milliards d'euros) l'a été le 14 décembre.

En 2011, le volume journalier total de liquidité alloué dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme régulières d'une durée de trois mois, des opérations de refinancement exceptionnelles et des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires s'est en moyenne élevé à 373 milliards d'euros. La participation aux opérations de refinancement à plus long terme régulières assorties d'une échéance de trois mois s'est établie en moyenne à 72,7 milliards d'euros

et est demeurée volatile tout au long de 2011, passant d'un volume alloué minimum de 29,7 milliards d'euros en décembre à un volume alloué maximum de 140,6 milliards d'euros en septembre. Le volume moyen alloué lors des opérations de refinancement exceptionnelles d'une durée d'un mois est ressorti à 66,8 milliards d'euros, tandis que le nombre moyen de contreparties participantes était de 47. Ainsi, 114 contreparties ont participé à l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois réglée le 11 août, pour un montant total de 49,8 milliards d'euros. Enfin, 523 contreparties ont pris part à l'opération de refinancement à plus long terme supplémentaire d'une durée de trois ans<sup>3</sup> réglée le 22 décembre, pour un montant

<sup>3</sup> Le taux de cette opération de refinancement à plus long terme est égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée de celle-ci. Après un an (c'est-à-dire à partir du 26 décembre 2012), les contreparties auront la possibilité de rembourser, sur une base hebdomadaire (à savoir chaque mercredi), les montants (ou une partie de ceux-ci) qui leur ont été alloués.

total de 489,2 milliards d'euros. Ce montant inclut 45,7 milliards d'euros reportés de l'opération de refinancement à plus long terme supplémentaire d'une durée de douze mois dont l'adjudication a eu lieu en octobre 2011. Au total, 123 contreparties ont utilisé la possibilité offerte de reporter les montants alloués au titre d'une opération sur l'autre, alors que 58 d'entre elles ont décidé de conserver les montants empruntés dans le cadre de l'opération de refinancement à plus long terme supplémentaire d'une durée de douze mois, dont l'encours s'élève désormais à 11,2 milliards d'euros.

En sus des opérations d'*open market* destinées à mettre en œuvre la politique monétaire, la BCE peut fournir des liquidités dans d'autres devises aux contreparties éligibles (cf. la section 1.2 du présent chapitre).

#### **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 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. Le programme est mis en œuvre par les gestionnaires de portefeuille de l'Eurosystème, qui procèdent à des achats de certains titres de dette souveraine de la zone euro lors d'interventions sur les marchés. En 2011, des titres ont été achetés dans le cadre du programme pour un montant total de 144,6 milliards d'euros, la majorité de ces achats ayant été enregistrés au cours de la période allant de la déclaration du président de la BCE du 7 août 2011 concernant la mise en œuvre active du programme à la fin de l'année. Le 30 décembre 2011, l'Eurosystème avait acheté des titres dans le cadre du programme pour un montant total de quelque 211,4 milliards d'euros<sup>4</sup>.

#### **LE DEUXIÈME PROGRAMME D'ACHAT D'OBLIGATIONS SÉCURISÉES**

Le 6 octobre 2011, le Conseil des gouverneurs a décidé de lancer un nouveau programme

d'achat d'obligations sécurisées, CBPP2. Ce programme a été mis en place en vue d'assouplir les conditions de financement des banques et des entreprises et d'inciter les banques à maintenir et à accroître les prêts à leurs clients. Il permet à l'Eurosystème d'acheter des obligations sécurisées éligibles libellées en euros et émises dans la zone euro pour un montant nominal prévu de 40 milliards d'euros. Les achats sont réalisés sur les marchés primaire et secondaire sur la base de certains critères d'admissibilité. Le programme devrait être entièrement mis en œuvre d'ici fin octobre 2012 au plus tard. Le 30 décembre 2011, des obligations sécurisées avaient été achetées pour un montant total de 3,1 milliards d'euros. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre à disposition le portefeuille CBPP2 à des fins de prêts de titres. Ces opérations de prêt s'effectuent sur la base du volontariat et seront réalisées par l'intermédiaire de dispositifs de prêt de valeurs mobilières proposés par les dépositaires centraux de titres, ou via des opérations de pension parfaitement appariées avec des contreparties éligibles.

L'ancien programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP) s'est achevé en 2010. Dans le cadre de ce programme, un montant nominal de 60 milliards d'euros avait été acheté sur une période d'un an, du 1<sup>er</sup> juillet 2009 au 30 juin 2010. 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 de titres aux contreparties éligibles contre remise de garanties éligibles. Bien que le montant de titres prêtés soit resté limité, la mise à disposition des titres détenus dans le cadre du programme à des fins de prêts est considérée comme utile au bon fonctionnement du marché.

#### **LES OPÉRATIONS DE RÉGLAGE FIN**

Afin d'absorber la liquidité injectée par le biais du programme pour les marchés de titres, la

4 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 situations financières hebdomadaires de l'Eurosystème

BCE a mené des opérations de réglage fin de retrait de liquidité hebdomadaires sous la forme de reprises hebdomadaires de liquidité en blanc pour un montant hebdomadaire correspondant au volume des opérations menées dans le cadre du programme et réglées jusqu'au vendredi précédent. 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 celui retenu lors de l'opération principale de refinancement en cours. De plus, la BCE a effectué des opérations de réglage fin 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, 154 milliards d'euros ont été absorbés dans le cadre de ces opérations, auxquelles ont participé 136 contreparties. Les opérations de réglage fin menées le dernier jour de la période de constitution ont été temporairement interrompues depuis le 14 décembre 2011. Dans le cadre de l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, 141,9 milliards d'euros ont été fournis via une opération de réglage fin d'apport de liquidité d'une durée d'un jour, laquelle a été réglée le 21 décembre 2011.

#### **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 2011, 2 605 contreparties ont eu accès à la facilité de prêt marginal et 2 976 à la facilité de dépôt. Le recours à la facilité de dépôt est demeuré élevé, en particulier durant le second semestre 2011, atteignant un pic de 452 milliards d'euros le 27 décembre 2011, lequel a été suivi par un recours encore plus important de 528 milliards d'euros le 17 janvier 2012. Le recours journalier moyen à la facilité de dépôt s'est établi à 120 milliards

d'euros (contre 145,9 milliards en 2010 et 109 milliards en 2009). En 2011, le recours à la facilité de dépôt a affiché 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 est ressorti à 2,1 milliards d'euros (contre 0,62 milliard en 2010).

#### **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 2011 à 2 % de l'assiette des réserves des établissements de crédit et se sont en moyenne élevées à 208 milliards d'euros, soit 2 % de moins qu'en 2010. 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 celui des opérations principales de refinancement. En raison de la politique consistant à servir la totalité des soumissions dans les opérations principales de refinancement menées en 2011, le Conseil des gouverneurs a estimé que le système des réserves obligatoires ne répondait plus à la même nécessité que dans des circonstances normales pour orienter les conditions du marché monétaire. Il a dès lors décidé, le 8 décembre, de réduire à 1 % le taux des réserves obligatoires à compter de la période de constitution des réserves débutant le 18 janvier 2012, afin de favoriser le crédit bancaire et la liquidité sur le marché monétaire de la zone euro.

#### **LES ACTIFS ADMIS EN GARANTIE DES OPÉRATIONS DE CRÉDIT**

Conformément à l'article 18.1 des 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

visé à éviter à l'Eurosystème d'encourir des pertes en accordant des crédits (cf. ci-après pour plus de détails sur les questions de gestion des risques).

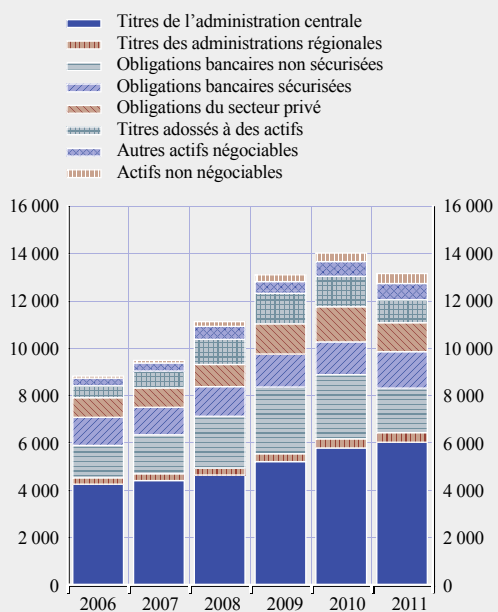
Une large gamme d'actifs est acceptée en garantie par l'Eurosystème dans toutes ses opérations de crédit. Cet élément du dispositif de garanties de l'Eurosystème, associé au fait que l'accès à ses opérations d'*open market* est accordé à un large éventail de contreparties, a fortement contribué à la 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 durant la crise financière, sans que les contreparties ne rencontrent de graves contraintes en matière de garanties.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011, les dépôts à terme sont acceptés comme garanties éligibles dans le dispositif de base de l'Eurosystème. Cependant, ces instruments étaient déjà acceptés comme garanties éligibles à la suite de l'élargissement temporaire de la liste des garanties éligibles en 2008. De plus, lors de sa réunion du 8 décembre 2011, le Conseil des gouverneurs a décidé d'accroître la disponibilité des garanties, en sus d'autres mesures non conventionnelles de politique monétaire.

En 2011, la valeur moyenne des actifs éligibles admis en garantie s'est élevée à 13 200 milliards d'euros, soit une diminution de 6 % par rapport à 2010 (cf. graphique 32). Cette évolution s'explique, en particulier, par un tassement sensible des obligations bancaires non sécurisées, en raison, principalement, de l'expiration de certaines garanties d'État sur les obligations bancaires non sécurisées, ainsi que des titres adossés à des actifs (ABS), qui est, dans une large mesure, imputable au durcissement des exigences de notation appliqué depuis le 1<sup>er</sup> mars 2011. Les titres des administrations centrales, qui ont atteint un montant de 6 000 milliards d'euros, ont représenté 46 % du total des garanties éligibles, suivis des obligations bancaires non sécurisées (1 900 milliards d'euros, ou 14 %) et des

**Graphique 32 Garanties éligibles par types d'actifs**

(montants en milliards d'euros ; moyenne annuelle)



Source : BCE

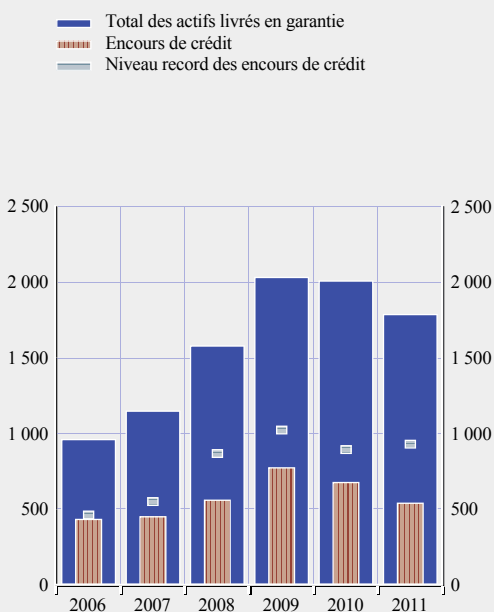
obligations bancaires sécurisées (1 500 milliards d'euros, ou 12 %). Outre des actifs négociables, les actifs éligibles comprennent des actifs non négociables, essentiellement des créances sous la forme de crédits (aussi appelées « prêts bancaires »). À la différence de celui des actifs négociables, le volume des actifs non négociables potentiellement éligibles est difficile à mesurer. Le montant déposé des actifs non négociables est ressorti à 400 milliards d'euros en 2011.

La valeur moyenne des actifs remis par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème a diminué, revenant de 2 010 milliards en 2010 à 1 790 milliards en 2011 (cf. graphique 33). Parallèlement, la valeur moyenne des encours de crédit a également baissé, de quelque 137 milliards d'euros par rapport à l'année précédente, du fait, en partie, de l'expiration des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an vers la fin de l'année 2010. En conséquence, la part des actifs éligibles qui n'a pas été mobilisée pour couvrir les crédits émanant des opérations de politique



**Graphique 33 Actifs livrés en garantie dans les opérations de crédit de l'Eurosystème comparés aux encours de crédit dans les opérations de politique monétaire**

(montants en milliards d'euros)

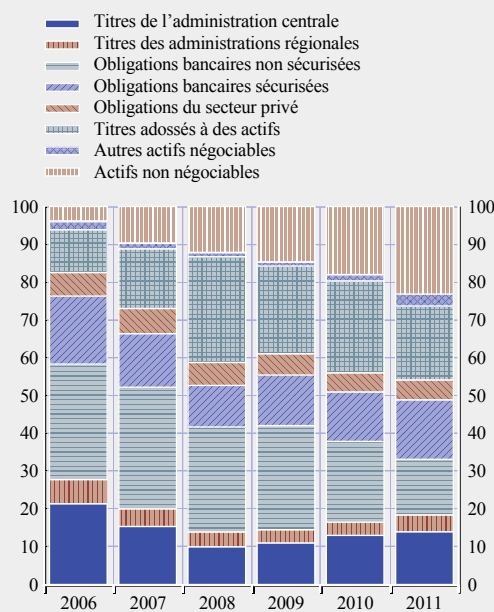


Source : BCE

Note : 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 34 Répartition par types d'actifs (y compris les créances privées) des actifs livrés en garantie**

(en pourcentage ; moyennes annuelles)



Source : BCE

monétaire s'est accrue en 2011, alors que le montant absolu a légèrement fléchi. Cette situation suggère que les contreparties de l'Eurosystème n'ont pas été confrontées à un déficit d'actifs éligibles, du moins au niveau agrégé.

S'agissant de la ventilation des actifs remis en garantie (cf. graphique 34), les actifs non négociables (surtout des créances sous la forme de crédits et des dépôts à terme) sont devenus la principale composante en 2011, représentant 23 % du total (contre 18 % en 2010). Représentant les développements observés au niveau du montant total des garanties éligibles, la part des titres adossés à des actifs et des obligations bancaires non sécurisées s'est tassée. En revanche, 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 a légèrement progressé, passant de 13 % en 2010 à 14 % en 2011.

## LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES LIÉES AUX OPÉRATIONS DE CRÉDIT

Dans le cadre de la mise en œuvre des opérations de politique monétaire, l'Eurosystème est exposé au risque de défaillance d'une contrepartie. Ce risque est atténué en exigeant des contreparties qu'elles fournissent des garanties adéquates. Toutefois, en cas de défaillance d'une contrepartie, l'Eurosystème serait également exposé aux risques de crédit, de marché et de liquidité associés à la résolution des actifs en garantie. En outre, les opérations d'apport de liquidité en devises contre remise de garanties en euros comportent un risque de change. 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, en tant que domaine d'activité indépendant, du Service de la gestion des risques, et la poursuite des travaux du Comité de gestion des risques

ont contribué à l'amélioration des pratiques de gestion des risques de la BCE et de l'Eurosystème (cf. également la section 1.6 du chapitre 7).

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 reçues et conformément aux perspectives de recouvrement. Plus généralement, les risques financiers liés aux opérations de crédit sont quantifiés au niveau de l'Eurosystème et communiqués régulièrement aux organes de décision de la BCE.

En 2011, la BCE a apporté une série d'adaptations à ses critères d'éligibilité ainsi qu'au dispositif de contrôle des risques.

À la suite de la décision adoptée le 28 juillet 2010 par le Conseil des gouverneurs, le nouveau barème de « décotes » découlant de l'examen bisannuel des mesures de contrôle des risques de l'Eurosystème est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2011.

Le 18 février 2011, le Conseil des gouverneurs a approuvé l'utilisation de l'outil de notation de Coface Serviços Portugal, S.A. dans le cadre du dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (ECAF).

Le 31 mars 2011, le Conseil des gouverneurs a décidé de suspendre l'application, dans le cas des titres de créance négociables émis ou garantis par l'État irlandais, du seuil minimum de notation de crédit requis pour l'éligibilité des actifs admis en garantie. Le 7 juillet 2011, le Conseil des gouverneurs a pris la même décision pour les titres de créance négociables émis ou garantis par l'État portugais. Ces décisions font suite à l'évaluation positive des programmes d'ajustement économique et financier adoptés par les gouvernements irlandais et portugais, et négociés avec la Commission européenne, en liaison avec la

BCE et le FMI, et se fondent sur l'engagement fort des gouvernements respectifs d'appliquer intégralement les programmes.

Après l'annonce, le 16 décembre 2010, de la décision du Conseil des gouverneurs de mettre en place des obligations d'information prêt par prêt pour les ABS dans le cadre du dispositif de garanties de l'Eurosystème, dans un premier temps pour les titres adossés à des crédits hypothécaires résidentiels, la BCE a fait part, le 29 avril 2011, de son intention d'introduire également ces obligations, dans un délai de 18 mois, pour les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales et aux transactions des petites et moyennes entreprises (PME) acceptés dans le dispositif de garanties de l'Eurosystème. La communication d'informations prêt par prêt deviendra un critère d'éligibilité dès l'entrée en vigueur de l'obligation de transmettre les informations relatives aux prêts sous-jacents.

Dans le cadre des mesures de soutien au crédit bancaire et à l'activité du marché monétaire annoncées le 8 décembre 2011, le Conseil des gouverneurs a décidé d'accroître la disponibilité des garanties en a) abaissant le seuil de notation de deux « triple A » au moment de l'émission pour certains ABS et b) autorisant les BCN, à titre temporaire, à accepter en garantie des créances privées performantes supplémentaires (à savoir des prêts bancaires) respectant des critères d'éligibilité spécifiques. L'Eurosystème a inclus, parmi les actifs éligibles en garantie des opérations de crédit, les ABS assortis d'une deuxième meilleure notation d'au moins « simple A » dans l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème au moment de l'émission, et à toute date ultérieure, et dont les actifs sous-jacents comprennent soit uniquement des prêts hypothécaires, soit uniquement des prêts aux PME. Les ABS doivent aussi remplir toutes les autres conditions d'éligibilité spécifiques, à l'exception des critères de notation.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs s'est déclaré favorable à une utilisation plus large des

créances privées en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème sur la base de critères harmonisés et a annoncé vouloir renforcer les capacités internes d'évaluation du crédit de l'Eurosystème. De plus, d'éventuels organismes externes d'évaluation du crédit (agences de notation et fournisseurs d'outils de notation), ainsi que les banques commerciales utilisant un système de notation interne ont été encouragés à rechercher l'agrément de l'Eurosystème dans le cadre de l'ECAF.

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

En 2011, l'Eurosystème a procédé à une intervention sur les marchés des changes. En réponse aux mouvements du taux de change du yen associés à la catastrophe naturelle survenue au Japon, et à la demande des autorités japonaises, les autorités des États-Unis, du Royaume-Uni, du Canada et la BCE se sont jointes au Japon, le 18 mars, pour une intervention concertée sur les marchés de change. 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, a été activé à cinq reprises en 2011.

Le dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de *swap*) mis en place par la BCE avec le Système fédéral de réserve en 2007, qui a été réactivé en mai 2010 pour répondre aux tensions affectant les marchés européens de financement en dollars, a été étendu à deux reprises en 2011, la dernière fois jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2013. En étroite coopération avec d'autres banques centrales, l'Eurosystème a fourni des financements libellés en dollars à des contreparties contre des garanties éligibles aux opérations qui 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. En sus de ces opérations hebdomadaires régulières d'une durée de sept jours, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 15 septembre 2011, en coordination avec le Système fédéral de réserve, la Bank of England, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse, de conduire trois opérations d'apport de liquidité en dollars d'une durée de trois mois environ couvrant la fin de l'année. En 2011, l'Eurosystème a mené 50 opérations d'une durée de sept jours, une opération d'une durée de 14 jours en fin d'année et quatre opérations d'une durée de 84 jours. Les contreparties n'ont soumis aucune offre dans 27 opérations. Le 30 novembre, la BCE, la Bank of England, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse ont décidé de continuer, jusqu'à nouvel ordre, de procéder à des appels d'offres d'une durée de trois mois. Cette décision s'inscrit dans le cadre des actions concertées par ces quatre banques centrales, ainsi que par le Système fédéral de réserve et la Banque du Canada, en vue de renforcer leur capacité à fournir un soutien en liquidité au système financier international. Ces mesures visaient à atténuer les tensions sur les marchés financiers et, partant, à en réduire les effets sur l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises, afin de stimuler l'activité économique. La BCE a ainsi décidé, en coopération avec les autres banques centrales, d'établir un dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de *swap*). Cette mesure permet à l'Eurosystème de fournir, si nécessaire, des liquidités en euros à ces banques centrales, et de mener, en cas de besoin, des opérations de liquidité en yens, en livres sterling, en francs suisses et en dollars canadiens (en plus des opérations actuelles en dollars des États-Unis). La mise en place de dispositifs bilatéraux temporaires d'échange de liquidité entre ces banques centrales a été approuvée à titre de procédure de secours, de manière à fournir, si les conditions prévalant sur le marché l'exigent, de la liquidité, dans chaque pays, et dans l'une ou l'autre de leurs devises. Ces lignes de *swap* sont autorisées jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2013.

Le 25 août 2011, le Conseil des gouverneurs a pris la décision, en accord avec la Bank of England, de proroger au 28 septembre 2012 le dispositif d'échange de devises (accord de *swap*) conclu avec cette dernière. L'accord de *swap* du 17 décembre 2010 avait été autorisé jusqu'à fin septembre 2011. En vertu de ce dispositif, la Bank of England peut fournir, le cas échéant, jusqu'à 10 milliards de livres sterling à la BCE en échange d'euros. Cet accord 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.

Au cours de la semaine qui s'est terminée le 30 décembre 2011, l'encours des opérations de pension d'apport de liquidité était de 1,5 milliard d'euros. Ces opérations ont été effectuées par la BCE 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 LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT

La BCE dispose, pour ses placements, des fonds liés à son portefeuille de réserves de change ainsi que de ses fonds propres. Distinctes des programmes de politique monétaire tels que le programme pour les marchés de titres (SMP) et le programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP2), ces activités de placement 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 (en d'autres termes, il existe ce que l'on appelle une « muraille de Chine »). Si des informations privilégiées venaient à être transmises, expressément ou non, les activités de placement de la BCE pourraient 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 leurs références respectives.

#### 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 de 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 japonais<sup>5</sup>.

La valeur des avoirs nets de réserve de change de la BCE<sup>6</sup> aux taux de change courants et aux prix du marché est passée de 60,6 milliards d'euros fin 2010 à 65,6 milliards fin 2011, dont 45,3 milliards en devises et 20,3 milliards en or et en DTS. L'augmentation de la valeur du portefeuille de réserves de change résulte d'une appréciation de 8 % du yen japonais par rapport

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.

à l'euro, ainsi que des contributions positives des plus-values et des revenus d'intérêts générés par les activités de gestion du portefeuille. Cependant, cette hausse a été largement compensée par l'intervention des marchés des changes en mars (cf. section 1.2). Sur la base des taux de change en vigueur fin 2011, les actifs en dollars des États-Unis ont représenté 76 % des réserves de change, tandis que ceux en yens japonais en ont représenté 24 %. La valeur des avoirs en or et en DTS s'est accrue de quelque 16 %, une hausse qui s'explique essentiellement par l'appréciation de 11 % environ de l'or en 2011 (exprimée en euros). Les avoirs en or de la BCE ont progressé début 2011 lorsque l'Eesti Pank a transféré sa part d'or à la BCE dans le cadre du transfert d'avoirs de réserve de change à la BCE.

En 2011, la liste des instruments éligibles dans lesquels les réserves de change de la BCE peuvent être investies est demeurée inchangée.

#### **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, de crédit et de variation du cours de l'or. 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 13,3 milliards d'euros fin 2010 à 15,9 milliards fin 2011. La hausse de la valeur de marché est imputable à une augmentation du capital libéré de la BCE à compter du 28 décembre 2011, de même qu'à une majoration de la provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or et, dans une moindre mesure, aux rendements des investissements.

En 2011, 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 d'achat d'obligations sécurisées (CBPP2) et du programme pour les marchés de titres (SMP) a conduit à un gel partiel des activités de placement liées au portefeuille de fonds propres de la BCE en 2011.

#### **LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES LIÉES AUX ACTIVITÉS DE PLACEMENT ET AUX PORTEFEUILLES DE POLITIQUE MONÉTAIRE**

Les risques financiers auxquels est exposée la BCE dans ses activités de placement et dans le cadre de ses portefeuilles de politique monétaire (SMP, CBPP et CBPP2) sont étroitement suivis et mesurés. Un dispositif exhaustif de limites a été mis en place à cet effet. Le respect de ces dernières fait l'objet d'un suivi quotidien. De plus, des rapports réguliers permettent à toutes les parties concernées d'être adéquatement informées du niveau de tels risques.

En 2011, la BCE a continué à développer l'infrastructure des technologies de l'information supportant la structure de gestion des risques pour ses opérations de placement et ses portefeuilles de politique monétaire. Cette structure couvre désormais aussi le portefeuille d'obligations sécurisées acquises par la BCE dans le cadre de CBPP2.

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, au 30 décembre 2011, serait de 13,08 milliards 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<sup>7</sup>. Ce VaR reviendrait à 12,16 milliards d'euros pour un échantillon de cinq ans (au lieu d'un an). La majeure partie de ces risques de marché est imputable aux fluctuations 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 2011.

7 Conformément aux décisions du Conseil des gouverneurs de détenir jusqu'à leur terme les portefeuilles CBPP, CBPP2 et SMP, le principe de valorisation qui leur est appliqué constitue un coût d'amortissement sujet à défaut. Dès lors, les estimations ne tiennent pas compte du risque de marché encouru pour ces portefeuilles.

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

L'Eurosystème a pour mission statutaire de promouvoir le bon fonctionnement 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, mène des activités de surveillance et agit en qualité de catalyseur (pour de plus amples informations concernant les deuxième et troisième volets, cf. les sections 4 et 5 du chapitre 3). Dans l'exercice de son rôle opérationnel, l'Eurosystème peut, conformément aux statuts du SEBC, fournir des dispositifs permettant d'assurer l'efficacité et la sécurité des systèmes de paiement et de règlement de titres.

### 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 dans 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 du 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 Deutsche Bundesbank, la Banque de France et la Banca d'Italia –

fournissent conjointement la SSP et la gèrent pour le compte de l'Eurosystème.

En décembre 2011, TARGET2 comptait 987 participants directs. Le nombre total de banques (y compris les succursales et les filiales) avec lesquelles TARGET2 permet de traiter à l'échelle mondiale s'est établi à 54 000. De plus, TARGET2 a procédé au règlement des positions de 72 systèmes exogènes.

#### LES OPÉRATIONS DE TARGET2

Le système TARGET2 a fonctionné sans heurt en 2011 et a assuré le règlement d'un grand nombre de paiements en euros. La part de marché du système est demeurée stable, 91 % de la valeur totale des paiements de montants élevés en euros étant traités *via* TARGET2. En 2011, le système a assuré le règlement de 89 565 697 transactions au total, ce qui correspond à une moyenne quotidienne de 348 505 transactions. La valeur totale des transactions effectuées par l'intermédiaire de TARGET2 s'est élevée à 612 936 milliards d'euros en 2011, soit une moyenne de 2 385 milliards d'euros par jour. Le tableau 12 synthétise les flux de paiements exécutés dans le système TARGET2 en 2011 et les compare avec ceux de l'année précédente.

Tableau 12 Flux de paiements dans TARGET2

En valeur (en milliards d'euros)	2010	2011	Variations (en pourcentage)
<b>Ensemble des paiements dans TARGET2</b>			
Total	593 194	612 936	3,3
Moyenne quotidienne	2 299	2 385	
<b>En volume (nombre de transactions)</b>			
<b>Ensemble des paiements dans TARGET2</b>			
Total	88 591 926	89 565 697	1,1
Moyenne quotidienne	343 380	348 505	

Source : BCE  
Note : 258 jours de fonctionnement en 2010 et 257 en 2011

En 2011, la disponibilité<sup>8</sup> globale de la SSP de TARGET2 a atteint 99,89 %, un incident ayant rendu le système indisponible durant trois heures le 25 juillet en début de journée. Les procédures d'urgence adéquates ont été activées à cette occasion, permettant le règlement des transactions les plus critiques. À la fin de cette journée, tous les paiements avaient été traités et TARGET2 a fermé normalement à 18h00.

Sur l'ensemble de l'année, 99,85 % des paiements effectués *via* la SSP l'ont été dans un délai de cinq minutes. Les performances positives du système ont globalement 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 2011 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. Un groupe *ad hoc* composé de représentants de ces deux groupes a été créé afin de traiter des changements majeurs affectant TARGET2, tels que la connexion de TARGET2-Titres (T2S). D'autres questions stratégiques ont été abordées 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 commerciales et des banques centrales.

#### **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 préparation de la connexion de T2S à TARGET2, l'Eurosystème a sondé les utilisateurs en septembre 2011 concernant les

adaptations nécessaires à apporter à TARGET2. De telles adaptations s'inscrivent dans la stratégie de l'Eurosystème visant à améliorer la conformité de TARGET2 avec la norme ISO 20022.

Le 21 novembre 2011, la cinquième version de la SSP a été lancée<sup>9</sup>. Celle-ci comprenait un nombre limité d'améliorations au système TARGET2, ainsi que la mise en œuvre technique d'un réseau qui relie les banques centrales participantes et leur donne un accès direct aux principaux services de TARGET2 dans l'éventualité d'une interruption de SWIFT, que ce soit au niveau régional ou mondial.

En novembre 2011, l'Eurosystème a également finalisé le contenu de la sixième version du système, qui comprendra un nombre restreint de changements fonctionnels ayant une incidence limitée sur TARGET2. Pour cette raison, les participants à TARGET2 ont unanimement décidé de lancer la nouvelle version en 2013, au lieu de 2012.

#### **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. Les banques centrales extérieures à la zone euro peuvent 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.

8 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.

9 Les mises à jour introduites par cette version figurent dans l'orientation BCE/2011/15 du 14 octobre 2011, modifiant l'orientation BCE/2007/2 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2).



À ce stade, 24 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 six banques centrales ne faisant pas partie de la zone euro<sup>10</sup>. En juillet 2011, la Banca Națională a României et sa communauté d'utilisateurs nationaux se sont connectées avec succès à TARGET2.

## 2.2 TARGET2-TITRES

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 juin 2015. Actuellement, 30 dépositaires centraux de titres (DCT) sont concernés par le projet et la quasi-totalité des titres négociés en Europe devraient à terme transiter par T2S, 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 en vue 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.

En 2011, des efforts importants ont été consacrés à la finalisation de l'accord-cadre T2S, c'est-à-dire le contrat qui doit être signé par l'Eurosystème et par chaque DCT souhaitant participer à T2S. Après plus de deux ans de négociations avec les DCT, le Conseil des gouverneurs a approuvé la version finale de l'accord-cadre en novembre 2011. Les DCT qui décident de participer à T2S devront signer l'accord au plus tard en juin 2012. L'Eurosystème a adopté des mesures d'incitation visant à encourager les DCT à signer rapidement et à procéder à une migration précoce vers T2S.

Parallèlement aux négociations avec les DCT, l'Eurosystème a poursuivi les discussions sur l'accord de participation de devise avec les banques centrales extérieures à la zone euro qui avaient manifesté leur intention de permettre le règlement de leur devise nationale en T2S. Un groupe de travail, comprenant des experts de toutes les banques centrales extérieures à la zone euro intéressées, a apporté un soutien actif au comité pour le programme T2S dans l'identification, l'analyse et la résolution des questions liées à cet accord. Les discussions se sont achevées en janvier 2012 et les banques centrales extérieures à la zone euro ont été invitées à signer l'accord au plus tard fin mars 2012, afin que les DCT sachent quelles devises feront l'objet d'un règlement en T2S avant de décider s'ils signeront l'accord-cadre T2S.

Plusieurs DCT ont déjà fait part de leur intention de rejoindre T2S lors de la première vague de migration: Monte Titoli (le DCT italien), BOGS (le DCT pour les titres publics grecs), Depozitarul Central S.A. (le DCT roumain) et SIX Securities Services (le DCT suisse). Une couverture fonctionnelle complète sera donc assurée dès le démarrage des opérations de T2S, avec la participation de DCT de la zone euro et extérieurs à celle-ci.

Les éléments subsistants de la tarification de T2S, en particulier les frais pour les services d'information et le traitement des marchés sur lesquels les investisseurs finaux détiennent des comptes auprès des DCT, ont été finalisés au cours de 2011. Globalement, les tarifs de T2S sont restés réduits et transparents, tout en garantissant que les frais de règlement et de services d'information perçus par T2S reflètent étroitement les coûts de ces services. Les frais peu élevés, les économies de garanties et de liquidités, et les procédures harmonisées au niveau du post-marché qu'offre T2S assureront une baisse considérable des coûts dans le secteur du règlement.

<sup>10</sup> La Bulgarie, le Danemark, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie

Les accords de gouvernance T2S, qui fixent la manière dont les décisions concernant T2S seront prises à l'avenir, ont été approuvés par toutes les parties prenantes en 2011. Ces accords seront mis en application dès que l'accord-cadre et l'accord de participation de devise auront été signés.

En 2011, l'Eurosystème a également engrangé des progrès notables sur la « connectivité » à T2S, c'est-à-dire le choix des réseaux *via* lesquels les intervenants de marché et les DCT pourront envoyer des instructions à T2S et en recevoir des messages. T2S offrira la possibilité de se connecter à la plate-forme *via* deux fournisseurs de service de réseau à valeur ajoutée, ainsi que par le biais d'une ligne dédiée fournissant uniquement des services de connectivité de base. Un appel d'offres aux fournisseurs de service de réseau à valeur ajoutée a été lancé en juillet 2011. Plusieurs offres ont été reçues fin septembre et des contrats ont été signés en janvier 2012 avec les deux fournisseurs sélectionnés. Pour la mise en œuvre de la ligne dédiée, l'Eurosystème a choisi d'utiliser un réseau existant de l'Eurosystème qui sera adapté pour T2S.

L'Eurosystème a finalisé les spécifications fonctionnelles détaillées pour l'utilisateur et a publié en mai une version provisoire destinée à une consultation publique. La version définitive tenant compte des réactions reçues a ensuite été publiée en octobre 2011. Cette version peut être considérée comme la base pour l'adaptation des systèmes des DCT et des banques centrales à T2S et peut être utilisée par tous les participants directement connectés lors de la création et du développement de leurs interfaces avec T2S.

Enfin, le comité pour le programme T2S a encore renforcé son engagement vis-à-vis de l'harmonisation post-marché. Un *Harmonisation Steering Group* (Groupe d'harmonisation), composé de représentants de haut niveau de l'industrie et du secteur public, a été créé en 2011 afin de garantir que les besoins d'harmonisation seront rencontrés à temps pour le lancement

de T2S. Pour de plus amples informations concernant les activités d'harmonisation de T2S et leur incidence sur l'intégration financière européenne, cf. la section 4 du chapitre 3.

### 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. La mobilisation transfrontière des garanties dans la zone euro s'opère essentiellement par le modèle de banque centrale correspondante (MBCC/CCBM) et par 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. Les garanties transfrontières peuvent en outre être mobilisées sur les comptes de BCN auprès d'un DCT non national (international) de manière exceptionnelle.

Fin 2011, le montant des garanties transfrontières (actifs négociables et non négociables) détenues par l'Eurosystème s'établissait à 731 milliards d'euros, contre 762 milliards d'euros fin 2010. D'une manière générale, les garanties transfrontières représentaient, fin 2011, 29,9 % de l'ensemble des garanties fournies à l'Eurosystème.

#### LES SERVICES DE GESTION DES GARANTIES

Le CCBM est demeuré, en 2011, 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. Les actifs détenus en dépôt par le biais du CCBM sont revenus de 507 milliards d'euros fin 2010 à 434 milliards d'euros fin 2011. Les garanties transfrontières détenues de manière exceptionnelle sur des comptes de BCN auprès d'un DCT non national (international) s'élevaient à 122 milliards d'euros fin 2011.

Le CCBM avait été conçu à l'origine, lors de sa mise en œuvre en 1999, comme une solution provisoire. Étant donné que ce modèle se base sur le principe d'une harmonisation minimale, les intervenants de marché ont demandé que quelques améliorations y soient apportées. Ils ont notamment souhaité qu'il ne soit plus nécessaire de rapatrier des actifs (négociables) des DCT investisseurs vers les DCT émetteurs avant que ces actifs ne soient mobilisés à titre de garanties par le biais du CCBM et que les services tripartis de gestion des garanties, qui ne sont actuellement utilisés qu'au niveau national, puissent également l'être sur une base transfrontière. L'Eurosystème soutient l'intégration de ces améliorations au CCBM et travaille actuellement à les inclure dans le cadre.

liens éligibles. Les contreparties disposent actuellement d'un total de 54 liens directs et 8 liens relayés, dont seul un nombre limité est utilisé de manière active.

Les questions liées au règlement des titres en euros et à la mobilisation des garanties dans les opérations de crédit de l'Eurosystème sont débattues au sein du *Contact Group on Euro Securities Infrastructures* (Groupe de contact sur les infrastructures dans le domaine des titres en euros), une enceinte regroupant des représentants des infrastructures de marché, des intervenants de marché et des banques centrales.

#### **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. Ces liens ne sont cependant 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 éligibles, les titres peuvent être utilisés par application des procédures locales de la même manière que n'importe quelle garantie nationale. Le montant des actifs éligibles mobilisés au moyen de liens directs et relayés est passé de 109 milliards d'euros fin 2010 à 175 milliards fin 2011.

En 2011, trois nouveaux liens (deux directs et un relayé) ont été ajoutés à la liste des

### 3 LES BILLETS ET PIÈCES

Conformément à l'article 128 du Traité, le Conseil des gouverneurs de la BCE est l'unique organe habilité à autoriser l'émission de billets en euros au sein de l'UE. La BCE et les BCN sont autorisées à émettre ces billets.

#### 3.1 LA CIRCULATION DES BILLETS ET PIÈCES

##### LA DEMANDE DE BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

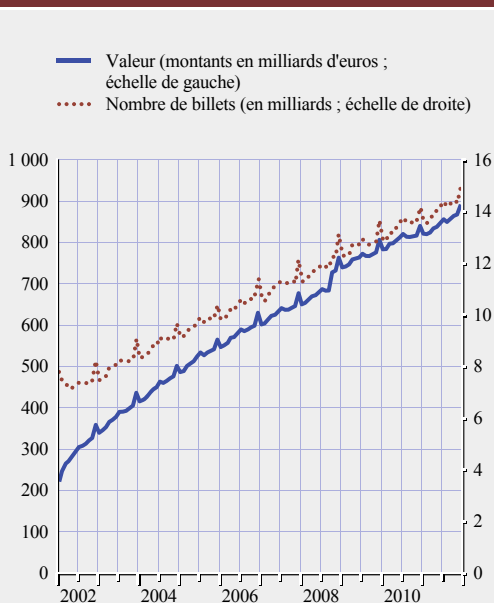
Fin 2011, le nombre de billets en circulation s'élevait à 14,9 milliards, pour une valeur totale de 888,6 milliards d'euros. Par comparaison, il y avait, fin 2010, 14,2 milliards de billets en circulation, pour une valeur totale de 839,7 milliards d'euros (cf. graphique 35). En 2011, le taux de croissance annuel des billets de 5, 10 et 20 euros était de 3,0% en termes de valeur. Les billets de 50 euros sont de loin ceux qui ont enregistré le taux de croissance annuel le plus élevé, à savoir 8,9%, suivis par ceux de 100 euros (6,4%). La demande de billets de 500 euros, coupure largement utilisée comme réserve de valeur, s'est intensifiée au second semestre 2011, et a affiché un taux de croissance

annuel de 4,1% (cf. graphique 36), après être demeurée relativement stable depuis début 2010. Représentant 41% du nombre total de billets en circulation, le billet de 50 euros a été la coupure la plus utilisée. En termes de valeur, les parts les plus importantes sont revenues aux coupures de 50 et de 500 euros, établies à 34% chacune.

Il appert qu'une part considérable des grosses coupures est détenue à l'extérieur de la zone euro. En raison des turbulences financières, la demande extérieure (de même que la demande intérieure) s'était accrue dès l'automne 2008, mais a légèrement baissé courant 2010, avant de se redresser en 2011. L'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 ses pays limitrophes. Ils sont essentiellement détenus à titre de réserve de valeur, mais sont également utilisés à des fins de transactions sur les marchés internationaux.

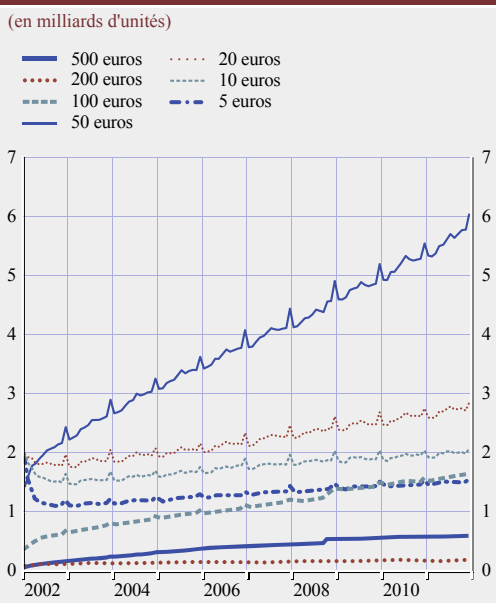
En 2011, la crise de la dette souveraine a entraîné à la hausse les retraits de billets en euros en Grèce, surtout en coupures de 50 euros, valeur

**Graphique 35** Nombre et valeur des billets en euros en circulation



Source : BCE

**Graphique 36** Nombre de billets en euros en circulation par coupure



Source : BCE

la plus élevée disponible dans les distributeurs de billets en Grèce. Cependant, ces volumes n'ont eu qu'un impact mineur sur l'ensemble de la circulation.

En 2011, le nombre total de pièces en euros en circulation (circulation nette, hors stocks détenus par les BCN de la zone euro) s'est accru de 5,2% pour s'établir à 97,8 milliards. Les pièces de faible valeur (1, 2 et 5 centimes d'euros) représentent 61% du nombre total de pièces en circulation. Fin 2011, la valeur des pièces en circulation s'élevait à 23,1 milliards d'euros, soit une hausse de 3,6% par rapport à fin 2010.

#### LE TRAITEMENT DES BILLETS PAR L'EUROSYSTÈME

En 2011, les BCN de la zone euro ont émis 34 milliards de billets, pour une valeur de 1 100 milliards d'euros, tandis que 33,2 milliards de billets, pour une valeur de 1 000 milliards d'euros, leur ont été retournés. Par ailleurs, 34,3 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 afin de maintenir un niveau élevé de qualité et d'intégrité des billets en circulation conformément aux normes communes de tri définies par l'Eurosystem. Dans le cadre de ce processus, quelque 5,7 milliards de billets ont été jugés impropres à la circulation et détruits. Établi à 16,5%, le taux de billets jugés impropres à la circulation<sup>11</sup> a été légèrement inférieur à celui enregistré en 2010. La fréquence moyenne de retour<sup>12</sup> des billets en circulation a continué de diminuer, revenant de 2,46 fin 2010 à 2,30 fin 2011, ce qui signifie qu'un billet a transité par une BCN de la zone euro en moyenne une fois tous les cinq mois. Ce recul peut, dans une large mesure, s'expliquer par la part élevée représentée par les grosses coupures, qui sont largement utilisées à titre de réserve de valeur et qui présentent dès lors une faible fréquence de retour. L'orientation à la baisse de la fréquence de retour peut, dans une certaine mesure, également refléter la tendance en faveur de la sous-traitance à des tiers des activités opérationnelles des BCN et la

remise en circulation croissante de la monnaie fiduciaire par des tiers. Les fréquences de retour des grosses coupures se sont élevées à 0,34 pour les billets de 500 euros ; 0,47 pour les billets de 200 euros et 0,73 pour les billets de 100 euros, tandis que les fréquences de retour des coupures généralement utilisées à des fins de transaction ont été plus élevées (1,73 pour les billets de 50 euros ; 3,63 pour les billets de 20 euros ; 4,32 pour les billets de 10 euros et 2,42 pour les billets de 5 euros).

### 3.2 LA CONTREFAÇON DES BILLETS ET LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

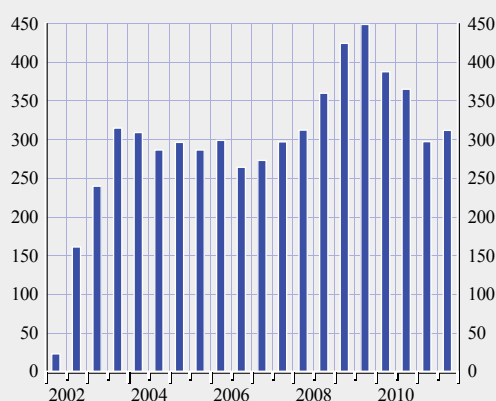
#### LES FAUX BILLETS EN EUROS

En 2011, les Centres nationaux d'analyse<sup>13</sup> ont reçu quelque 606 000 billets en euros contrefaits. En comparaison du nombre de billets authentiques en circulation, la proportion de contrefaçons demeure très réduite. Le graphique 37 met en évidence l'évolution sur une longue période de la quantité de contrefaçons retirées de la circulation.

- 11 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
- 12 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
- 13 Centres établis dans chaque État membre de l'UE afin d'assurer l'analyse initiale des faux billets en euros au niveau national

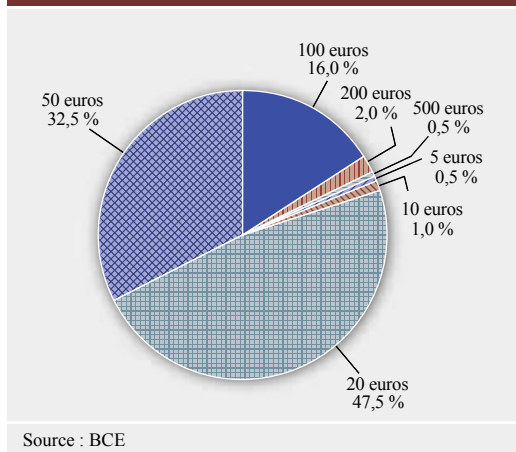
**Graphique 37 Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation**

(en milliers d'unités)



Source : BCE

**Graphique 38 Ventilation des faux billets en euros par coupure en 2011**



**Tableau 13 Répartition de la production des billets en euros en 2011**

Coupure (euros)	Nombre (en millions de billets)	BCN en charge de la production
5 euros	1 714,8	DE, IE, ES, FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
10 euros	1 541,2	DE, GR, FR, AT, PT
20 euros	536,6	FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
50 euros	2 169,1	BE, DE, ES, IT
100 euros	0	-
200 euros	0	-
500 euros	56,2	AT
<b>Total</b>	<b>6 017,9</b>	

Source : BCE

Les faussaires ont tendance à cibler les billets de 20 euros et de 50 euros, qui représentaient en 2011 respectivement 47,5% et 32,5% du nombre total de contrefaçons. Le graphique 38 précise la répartition des faux billets par coupure.

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, il faut se garder de tomber dans la complaisance. La BCE continue de recommander au public de rester vigilant par rapport aux fraudes éventuelles, de se rappeler le test consistant à « toucher, regarder, incliner »<sup>14</sup> et de ne jamais se fier à un seul signe de sécurité. En outre, des formations sont proposées en permanence 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 collaboration 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 centrales<sup>15</sup>. 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. Ce dernier propose un site internet<sup>16</sup> qui contient des informations et des précisions sur la reproduction des images des billets ainsi que des liens vers des sites internet nationaux.

### 3.3 LA PRODUCTION ET L'ÉMISSION DES BILLETS

#### L'ORGANISATION DE LA PRODUCTION

En 2011, la production d'un total de 6 milliards de billets en euros, pour une valeur de 171,3 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 part qui lui est attribuée dans le total des besoins de certaines coupures (cf. tableau 13).

<sup>14</sup> Cf. le site internet de la BCE

<sup>15</sup> Un groupe réunissant 32 banques centrales et autorités d'émission des billets, qui collaborent sous les auspices du G10

<sup>16</sup> Pour plus de détails, cf. la page <http://www.rulesforuse.org>

### **UNE FEUILLE DE ROUTE POUR UNE CONVERGENCE ACCURUE DES MODALITÉS DE TRAITEMENT DES ESPÈCES ENTRE LES BCN**

En 2007, le Conseil des gouverneurs a adopté une feuille de route détaillant la procédure qui contribue, à moyen terme, à accroître la convergence entre les services fiduciaires des BCN. Depuis lors, la plupart des aspects de cette feuille de route ont été mis en œuvre. Il s'agit (a) de l'accès à distance aux services fiduciaires d'une BCN étrangère; (b) de l'acceptation de dépôts de pièces aux guichets des BCN; (c) d'heures d'ouverture minimales pour les services fiduciaires dans au moins une implantation des BCN; et (d) de l'instauration d'un service commun gratuit permettant de déposer ou de retirer des billets indépendamment de leur orientation.

Les deux derniers points de la feuille de route, à savoir d'une part, la messagerie électronique entre les BCN et leur clientèle professionnelle nationale et internationale concernant les transactions en espèces et d'autre part, la convergence en matière de conditionnement des billets pour les services fiduciaires des BCN, devraient être mis en œuvre à moyen terme. Leur mise en œuvre au sein des BCN suit des calendriers propres à chaque BCN qui ont été communiqués au Conseil européen des paiements et à l'Association européenne du transport et convoyage de valeurs en leur qualité de principales parties prenantes à l'échelle européenne. Ces deux mesures sont destinées à faciliter les transactions transfrontalières en espèces et donc à compléter le règlement (UE) n° 1214/2011 sur le transport transfrontalier professionnel d'euros en espèces par la route entre États membres de la zone euro, qui entrera en vigueur fin novembre 2012.

### **LA REMISE EN CIRCULATION DES BILLETS**

La remise en circulation des billets en euros par les professionnels appelés à manipuler des espèces est régie depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011 par 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. Outre les établissements de crédit et les autres professionnels appelés à manipuler des espèces,

d'autres agents économiques, tels que les détaillants et les casinos, doivent se conformer aux procédures imposées par la BCE lorsqu'ils mettent des billets en euros à la disposition du public à l'aide de distributeurs automatiques. Il convient dès lors, pour tous les billets en euros remis envz circulation par l'intermédiaire de distributeurs automatiques dans la zone euro, d'en vérifier l'authenticité et la qualité, éléments essentiels pour l'intégrité des billets en circulation.

### **LE PROGRAMME PILOTE EXTENDED CUSTODIAL INVENTORY EN ASIE**

Le Conseil des gouverneurs a émis un avis positif à l'égard du programme pilote de trois ans *Extended Custodial Inventory* (ECI) pour les billets en euros, dans le contexte duquel des sites ECI ont été gérés en 2011 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)<sup>17</sup>. Le programme ECI sera étendu de l'Asie à l'Amérique du Nord et au Moyen-Orient, cette extension est l'objet d'un appel d'offres ouvert qui a été lancé au cours du premier trimestre 2012. Afin d'éviter toute interruption des procédures en place au sein du programme ECI actuel en matière de distribution des billets aux marchés internationaux, le Conseil des gouverneurs a décidé que le programme existant serait prolongé au delà du 1<sup>er</sup> février 2012, jusqu'à ce que les contrats soient attribués aux soumissionnaires sélectionnés.

### **LA DEUXIÈME SÉRIE DE BILLETS EN EUROS**

En 2011, 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

<sup>17</sup> Le deuxième ECI à Hong Kong, géré par HSBC, a été fermé en octobre 2010 en raison du retrait de HSBC des opérations internationales de gros en billets de banque.

de la première série de billets. Le calendrier et la séquence exacts d'émission seront déterminés ultérieurement. L'Eurosystème informera en temps utile le public, les professionnels appelés à manipuler des espèces et les fabricants 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.



## 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, à d'autres missions du SEBC et, depuis sa création le 1<sup>er</sup> janvier 2011, aux missions du Comité européen du risque systémique (CERS). Ces statistiques sont aussi largement utilisées par les autorités publiques – par exemple dans le tableau de bord utilisé par la Commission européenne pour déceler les déséquilibres macroéconomiques –, par les intervenants sur les marchés financiers, par les médias et par le grand public. En 2011, la fourniture régulière de statistiques de la zone euro a continué à se dérouler sans heurt et dans les délais, tandis que des efforts notables ont été consentis en vue de poursuivre l'amélioration du cadre statistique du SEBC conformément au programme de travail revu annuellement. Les principaux défis en 2011 ont découlé des demandes de données pour la fonction de stabilité financière, qui peut requérir l'utilisation de bases de données et de registres microéconomiques.

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

En juin 2011, sur la base de données rapportées par les IFM, par les sociétés-écrans qui procèdent à des opérations de titrisation ainsi que par les sociétés d'assurance et les fonds de pension, la BCE a publié de nouvelles statistiques améliorées qui ont élargi la couverture du secteur financier de la zone euro et des instruments financiers. Les nouvelles ventilations des statistiques mensuelles relatives au bilan des IFM et aux taux d'intérêt qu'elles appliquent aux prêts et aux dépôts des ménages et des sociétés non financières améliorent deux séries de statistiques pertinentes pour l'analyse du secteur émetteur de monnaie. De plus, les deux nouveaux ensembles de données trimestrielles relatifs aux encours et aux transactions des sociétés-écrans ainsi qu'aux encours et à certaines transactions des sociétés d'assurance et des fonds de pension – se joignant aux nouvelles statistiques relatives aux

fonds d'investissement publiées depuis 2010 – comblent plusieurs lacunes affectant les rapports harmonisés effectués par les intermédiaires financiers non bancaires, un secteur qui revêt une importance croissante en termes d'analyse macroéconomique et financière.

Un nouveau tableau consacré aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension a été ajouté au dispositif de diffusion conjointe de l'Eurosystème, qui présente sur les sites internet de la BCE et des BCN respectives les données agrégées relatives à la zone euro ainsi que l'ensemble des données nationales correspondantes. La diffusion des statistiques s'est également améliorée grâce, notamment, à une vidéo éducative consacrée aux statistiques.

En mai 2011, la BCE a mis à disposition un nouvel outil de visualisation des statistiques relatives aux finances publiques de la zone euro et de ses différents États membres. En réponse à la demande accrue de statistiques budgétaires depuis le début de la crise financière et de la crise de la dette souveraine, la BCE a publié des ventilations supplémentaires de la dette publique par instrument financier, par maturités résiduelle et initiale, par devise et par détenteur.

### 4.2 LES AUTRES ÉVOLUTIONS STATISTIQUES

Se fondant sur l'exemple de la base de données centralisée sur les titres (*Centralised Securities Database*), qui contient des données de référence ainsi que des informations sur les prix et sur les entreprises émettrices de chaque titre jugé statistiquement pertinent pour le SEBC, le Conseil des gouverneurs a approuvé en 2011 la collecte et la compilation de statistiques relatives à la détention de titres sur la base d'informations titre par titre. Cette avancée, qui permettra de procéder à une analyse plus détaillée des portefeuilles de titres des secteurs institutionnels, nécessitera la préparation d'un acte législatif et la création d'une base de données destinée à produire des statistiques plus harmonisées et de meilleure qualité.

En novembre 2011, la BCE a publié, en collaboration avec la Commission européenne, les résultats de l'enquête sur l'accès au financement des petites et moyennes entreprises menée tous les deux ans dans les 27 pays de l'UE et dans dix autres pays avoisinants, dont les pays candidats à l'adhésion. Tous les six mois, une partie de cette enquête est conduite par la BCE ; elle porte sur les entreprises de la zone euro et vise à évaluer les dernières évolutions qui ont affecté leurs conditions de financement.

Les travaux se sont poursuivis en ce qui concerne la mise en œuvre de l'enquête de l'Eurosystème relative à la situation financière des ménages et à leur consommation. Elle a pour but de fournir des informations microéconomiques sur les avoirs financiers et réels des ménages et sur leurs engagements, ainsi que sur des aspects tels que la consommation et l'épargne, les revenus et l'emploi, les futurs droits en matière de pension, les transferts intergénérationnels et les donations, de même que les attitudes face au risque. Les travaux de terrain liés à la première enquête ont été menés fin 2010 et début 2011 par les BCN de la plupart des États membres de la zone euro (dans certains cas, en collaboration avec les instituts nationaux de statistiques).

En janvier 2011 a été publiée une décision de la BCE relative à la transmission de données confidentielles en vertu du cadre commun pour le développement de répertoires d'entreprises utilisés à des fins statistiques. La décision définit le format des échanges mutuels d'informations avec la Commission européenne et les instituts nationaux de statistiques. De plus, le SEBC a poursuivi ses travaux en vue de mettre au point un registre complet des institutions financières en Europe, comprenant les grands groupes de banque et d'assurance. En outre, le SEBC encourage les mesures prises afin de créer un identifiant international pour les entités juridiques (*legal entity identifier*), qui devrait permettre d'identifier de manière univoque toutes les parties d'une transaction financière, un projet qui revêt une importance capitale pour les régulateurs financiers et l'industrie financière.

La BCE a continué à collaborer étroitement avec Eurostat et d'autres organisations internationales telles que la BRI, le FMI, l'OCDE et les Nations unies. S'agissant de la mise en œuvre de nouvelles normes statistiques internationales, la BCE, appuyée par Eurostat, s'est concentrée sur la révision du SEC 95, qu'il convient d'aligner sur le Système des comptes nationaux 2008 et la sixième édition du *Balance of Payments and International Investment Position Manual* du FMI. Parallèlement, des actes juridiques de la BCE et de l'UE sont en cours de révision afin de garantir que les nouvelles normes soient mises en place dès 2014 et d'améliorer progressivement les délais de notification des comptes de la zone euro. En mars 2011, le Conseil des gouverneurs a donné son soutien au raccourcissement des délais de publication des comptes nationaux trimestriels dans le cadre du programme de transmission du SEC et des données relatives à la procédure pour déficits excessifs, qui vise à établir la compilation de comptes trimestriels intégrés complets de la zone euro en t+90. De plus, en décembre 2011, le Conseil des gouverneurs a approuvé la refonte de l'orientation et de la recommandation relatives aux obligations de déclaration de la BCE en matière de statistiques extérieures, textes visant à améliorer les statistiques portant sur la balance des paiements et sur la position extérieure (y compris, par exemple, les exigences en matière de flux transfrontaliers de billets en euros) et visant à améliorer les délais de mise à disposition des statistiques extérieures de la zone euro.

Les améliorations en termes de délai de notification, de qualité et de couverture des statistiques sont importantes non seulement pour les missions de politique monétaire de la BCE, mais aussi aux fins de l'analyse de la stabilité financière. À cet égard, la BCE a fourni une assistance statistique au CERS, en rendant disponibles les données bancaires consolidées sur une base semestrielle et en fournissant d'autres données requises par la décision de septembre 2011 du CERS relative à la fourniture et à la collecte d'informations.

Elle a aussi continué à collaborer étroitement avec les nouvelles autorités européennes de surveillance, en particulier l'ABE et l'AEAPP. Avec ces autorités, elle s'est appliquée à permettre un échange d'informations appropriées et fiables conformément à la législation européenne et dans le respect des règles de protection de la confidentialité des données. En outre, les travaux d'alignement des exigences en termes de *reporting* statistique et prudentiel se sont poursuivis en vue de parvenir à un flux de données efficace qui permettra de réduire la charge de déclaration qui pèse sur les entités tenues de fournir des informations tant à l'Eurosystème qu'aux autorités de surveillance.

Dans le contexte de la coopération internationale, la BCE participe aux initiatives statistiques qui bénéficient du soutien du G20 afin de combler les principales lacunes en termes d'informations dans les statistiques économiques et financières. En qualité de membre du *Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics*, la BCE est activement impliquée dans l'accomplissement du plan d'action du G20 portant sur l'évaluation des risques dans le secteur financier, des liens financiers internationaux et de la vulnérabilité des économies aux chocs. La BCE a également contribué à améliorer le site internet appelé *Principal Global Indicators*.

## 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. Les deux sections suivantes analysent les principaux domaines et activités de recherche en 2011.

### 5.1 LES PRIORITÉS DE LA RECHERCHE ET LES RÉALISATIONS

À la BCE, les activités de recherche économique sont réalisées de manière décentralisée par plusieurs sphères de compétence 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. Son directeur général 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 2011 a accordé la priorité aux thèmes suivants: la stabilité financière ainsi que la réglementation et le contrôle macroprudentiels, la «nouvelle situation normale» sur les marchés monétaires et la conception après la crise du cadre opérationnel, l'interaction entre la politique monétaire et la politique budgétaire ainsi que les effets du bas niveau des taux

d'intérêt et des mesures non conventionnelles de politique monétaire, et la surveillance des pays.

Les activités de recherche portant sur la stabilité financière ainsi que sur la réglementation et le contrôle macroprudentiels se sont concentrées sur les interdépendances macrofinancières et sur les politiques en matière de risque systémique. Le *Macro-prudential Research Network* du SEBC a enregistré des progrès substantiels dans ce domaine, développant des modèles macrofinanciers qui lient stabilité financière et performances économiques (cf. la section 2.2 du chapitre 3). La première conférence publique du réseau, au cours de laquelle une série d'études ont été présentées, s'est tenue en octobre 2011.

S'agissant du domaine de recherche prioritaire ayant trait aux marchés monétaires et au cadre opérationnel, des progrès ont été accomplis dans la mise au point de modèles destinés à mieux comprendre les incidences des tensions accrues affectant les marchés sur la demande de liquidité de banque centrale ainsi que sur le fonctionnement des marchés monétaires en général. Des recherches ont également été menées quant à la conception optimale du cadre opérationnel et aux implications de la réglementation de la liquidité.

En ce qui concerne la stratégie de politique monétaire, l'interaction entre la politique budgétaire et la politique monétaire ainsi que les mesures non conventionnelles de politique monétaire ont fait l'objet de travaux analytiques. Des progrès ont aussi été réalisés dans l'affinement de l'analyse de mécanismes alternatifs de formation des anticipations et de leurs implications sur la dynamique du cycle conjoncturel. L'analyse de politique budgétaire s'est concentrée sur plusieurs aspects de la dette publique et de la soutenabilité budgétaire.

Dans le domaine de la surveillance des pays, le développement du nouveau modèle multi-pays s'est poursuivi et ce dernier est de plus en plus employé pour simuler des scénarios aux niveaux transnational et de la zone euro. Le modèle EAGLE (*Euro Area and*

*Global Economy*), élargi pour inclure deux pays supplémentaires, a été utilisé pour examiner, entre autres, des questions d'ajustement budgétaire et structurel. Les premières démarches ont aussi été entreprises en vue de la mise en place d'un réseau de recherche sur la compétitivité au sein du SEBC.

## 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 2011, 127 documents de travail (*Working Paper Series*) et 11 études spécifiques (*Occasional Paper Series*) ont été publiés. Parmi ces documents de travail, 116 ont été écrits ou coécrits par des membres du personnel de la BCE, beaucoup l'ayant été avec l'aide d'autres 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 recherche<sup>18</sup>. La norme établie veut que la plupart de ces documents soient publiés *in fine* dans des revues à caractère scientifique de premier plan. En 2011, les membres du personnel de la BCE ont publié plus de 124 articles dans des revues scientifiques. Le Bulletin de la recherche (*Research Bulletin*)<sup>19</sup> 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. Trois numéros ont été publiés en 2011. Les sujets traités comprenaient l'analyse de la conduite de la politique monétaire dans la zone euro en utilisant un modèle de frictions de recherche sur le marché du travail (le modèle de Diamond, Mortensen et Pissarides), de nouvelles méthodologies mesurant le risque systémique, la gestion du désalignement du taux de change et des déséquilibres des balances courantes, le suivi

des effets de contagion et le contenu en information de l'inflation sous-jacente.

La BCE a organisé ou co-organisé 15 conférences et ateliers consacrés à des sujets de recherche en 2011. 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. 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 BCE.

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.

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

19 Tous les Bulletins de la recherche peuvent être consultés sur le site internet de la BCE, sous la rubrique « Publications ».

## 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. 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 proscrit 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 établissements financiers. 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 par les 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, 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 2011 montre que les cas suivants pourraient être considérés comme contrevenant aux dispositions des articles 123 et 124 du Traité et des règlements du Conseil correspondants.

Le premier cas concerne l'achat par la Národná banka Slovenska de titres libellés en euros émis par une entité publique sur le marché primaire de la dette dans un but de gestion d'actifs. Cette opération était le résultat d'une erreur opérationnelle, et le titre a été revendu

dès que l'erreur a été reconnue. Le second cas porte sur la Nederlandsche Bank, qui a continué d'effectuer des paiements anticipés dans le cadre du dispositif néerlandais de garantie des dépôts. Il convient de finaliser de toute urgence les changements à apporter à la législation néerlandaise conformément à l'avis émis par la BCE à cet égard afin de mettre la loi en conformité avec les dispositions du Traité concernant l'interdiction de financement monétaire.

Plus généralement, il convient de rappeler que les interdictions énoncées aux articles 123 et 124 du Traité doivent faire l'objet d'un respect strict, 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 compétence<sup>20</sup>. 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*.

À la suite de l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne, en décembre 2009, et compte tenu de la mise en place des nouvelles Autorités européennes de surveillance début 2011, la BCE a mis au point sa position quant à l'exercice de son rôle consultatif en ce qui concerne les projets d'actes délégués et les projets d'actes d'exécution tels que définis respectivement aux articles 290 et 291 du Traité<sup>21</sup>. La BCE a souligné que de tels projets d'actes constituent des « actes de l'Union proposés » ou des « projets d'actes de l'Union » au sens de l'article 127 (4), premier tiret, et de l'article 282 (5) du Traité. Il convient que la BCE soit consultée en temps voulu sur tout projet

<sup>20</sup> 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.

<sup>21</sup> Cf., par exemple, CON/2011/42, CON/2011/44 et CON/2012/5

d'acte de l'Union qui relève de son champ de compétence, y compris sur les projets d'actes délégués et les projets d'actes d'exécution.

En 2011, la BCE a adopté 19 avis sur des propositions d'acte législatif de l'UE et 88 sur des projets de législation nationale dans les domaines relevant de sa compétence. Une liste des avis émis en 2011 et début 2012 figure en annexe du présent *Rapport annuel*.

#### **AVIS PORTANT SUR DES PROJETS DE LÉGISLATION EUROPÉENNE**

Les avis de la BCE émis à la demande du Conseil de l'Union européenne, du Parlement européen et du Conseil européen ont porté, entre autres, sur une modification à apporter à l'article 136 du Traité, sur les propositions de directive et de règlement destinés à remplacer la directive sur l'adéquation des fonds propres, ainsi que sur les règles applicables à la vente à découvert.

L'avis sur une proposition de modification de l'article 136 du Traité<sup>22</sup> (cf. chapitre 4) a rappelé que la BCE incitait à faire un pas décisif dans le domaine de la gouvernance économique de l'UEM et a insisté sur la nécessité d'établir un dispositif permanent de gestion de crise qui pourrait, en dernier recours, apporter une aide financière temporaire aux pays de la zone euro qui accèdent difficilement au financement de marché. La BCE a souligné que le futur mécanisme européen de stabilité (MES) devrait être conçu avec soin, de manière à être protégé contre l'aléa moral. Tout en admettant qu'elle pourrait agir en qualité d'agent fiscal pour le compte du MES, la BCE a observé que l'interdiction relative au financement monétaire visée à l'article 123 du Traité ne permettrait pas au MES de devenir une contrepartie de l'Eurosystème au titre de l'article 18 des statuts du SEBC.

Dans son avis sur les propositions de directive et de règlement destinés à remplacer la directive sur l'adéquation des fonds propres<sup>23</sup>, la BCE a fermement appuyé la mise en œuvre rapide et effective des accords de Bâle III et des normes de liquidité (cf. la section 3 du chapitre 3).

La BCE a apporté un soutien total à l'objectif de traiter des expositions ciblées par des actes délégués qui permettent à la Commission européenne d'imposer des exigences prudentielles plus strictes lorsque cela s'avère nécessaire pour faire face aux changements d'intensité des risques microprudentiels et macroprudentiels occasionnés par les évolutions des marchés. La BCE a recommandé que les autorités nationales soient elles aussi habilitées à imposer des exigences prudentielles plus strictes pour faire face à des préoccupations spécifiques en matière de stabilité financière dans l'État membre concerné.

Dans son avis sur la proposition de règlement sur les pratiques de vente à découvert et sur certains aspects des *swaps* de défaut<sup>24</sup>, la BCE a exprimé son soutien au nouveau régime de transparence des ventes à découvert d'actions et à la publicité obligatoire des importantes positions courtes nettes portant sur des émetteurs de dette souveraine de l'UE ou des positions non couvertes équivalentes en *swaps* de défaut (cf. la section 3 du chapitre 3). L'avis comportait également des recommandations relatives aux normes de déclaration et de publication et au dispositif de partage d'informations.

#### **AVIS PORTANT SUR DES PROJETS DE LÉGISLATION NATIONALE**

La BCE a répondu à un grand nombre de consultations par des autorités nationales, nombre d'entre elles portant sur des mesures relatives à la stabilité des marchés financiers, y compris dans le contexte de la crise financière<sup>25</sup>.

Plusieurs États membres ont consulté la BCE à propos de mesures d'intervention et de résolution en faveur des établissements de crédit et des établissements financiers, dont certaines étaient conformes aux critères structurels des

22 CON/2011/24

23 CON/2012/5

24 CON/2011/17

25 Cf., par exemple, CON/2011/21, CON/2011/39, CON/2011/45, CON/2011/72, CON/2011/76, CON/2011/79, CON/2011/82, CON/2011/83, CON/2011/86, CON/2011/95 et CON/2011/103

programmes de soutien financier de l'UE et du FMI. Les propositions visaient à renforcer les pouvoirs de contrôle face aux établissements financiers en difficulté, notamment par la possibilité de transférer des éléments d'actif et de passif d'établissements en difficulté à une autre entité, telle une banque-relais. Elles prévoyaient aussi la mise en place de dispositifs de financement des mesures de résolution. S'agissant de la Grèce<sup>26</sup>, la BCE s'est réjouie de la création d'un établissement de crédit transitoire comme outil de résolution financé intégralement par le Fonds hellénique de stabilité financière. La BCE a également accueilli favorablement le fait que le secteur bancaire soit responsable du financement, au travers de prélèvements spéciaux, d'une unité de résolution distincte créée au sein du Fonds hellénique de garantie des dépôts et des investissements. Dans un autre avis, la BCE a apporté son soutien à la mise en place d'un dispositif d'indemnisation pour les établissements bancaires en difficulté au Danemark<sup>27</sup>. Dans le contexte des propositions néerlandaises de mesures d'intervention en cas de crise<sup>28</sup>, la BCE a commenté un régime spécial d'expropriation destiné à assurer la stabilité du système financier, soulignant que l'expropriation par l'État dans le cadre d'établissements en difficulté devrait rester un outil à n'utiliser que dans des circonstances clairement définies et exceptionnelles. L'avis relatif au régime portugais de résolution bancaire<sup>29</sup> envisageait l'incidence de l'octroi d'un rang préférentiel aux créances portant sur des dépôts garantis. Les avis sur les garanties d'État en soutien aux plans de restructuration de Dexia<sup>30</sup> soulignaient la nécessité de réactions coordonnées et cohérentes des États membres face à la situation financière actuelle et mettaient l'accent sur les critères en matière de garanties gouvernementales des dettes bancaires.

Le financement et les missions des systèmes de garantie des dépôts ont fait l'objet de plusieurs consultations<sup>31</sup>. La BCE s'est réjouie des dispositifs de financement ex ante du système néerlandais de garantie des dépôts mais a constaté que le régime proposé comprenait des

formes de préfinancement par la banque centrale incompatibles avec l'interdiction relative au financement monétaire.

La BCE a également commenté d'importantes évolutions des structures de contrôle des marchés financiers<sup>32</sup>. Elle a accueilli favorablement la proposition d'intégrer le contrôle des marchés financiers au sein de la Lietuvos bankas. S'agissant du transfert des missions de contrôle à la Banque nationale de Belgique et à la Lietuvos bankas en vertu des projets de loi respectifs, la BCE a acquiescé aux dispositifs de financement des nouvelles missions, se référant au principe de l'indépendance financière.

La BCE a adopté plusieurs avis concernant les BCN, parmi lesquels des modifications des statuts des BCN grecque, autrichienne, slovène, maltaise, lituanienne et hongroise<sup>33</sup>. La BCE a exprimé des préoccupations quant à l'indépendance de la banque centrale dans le contexte de la nomination, de la composition et des missions du Conseil de sécurité sociale de la Banque de Grèce. Concernant les projets de modifications de la loi relative à l'Oesterreichische Nationalbank, la BCE a recommandé d'aligner complètement les motifs de révocation des membres du Directoire sur les statuts du SEBC. S'agissant de la Lituanie, la BCE a examiné les modifications des règles de répartition des bénéfices de la Lietuvos bankas des points de vue de l'indépendance financière et du financement monétaire. Dans ses avis relatifs à la Magyar Nemzeti Bank<sup>34</sup>, la BCE a exprimé de sérieuses inquiétudes quant à l'indépendance de la banque centrale.

26 CON/2011/72

27 CON/2011/45. Pour les évolutions connexes, cf. également CON/2011/90

28 CON/2011/60

29 CON/2011/83

30 CON/2011/79, CON/2011/82 et CON/2011/85

31 CON/2011/15, CON/2011/76 et CON/2011/86

32 CON/2011/5 et CON/2011/46

33 CON/2011/36, CON/2011/38, CON/2011/40, CON/2011/43, CON/2011/46, CON/2011/91, CON/2011/99, CON/2011/104 et CON/2011/106

34 CON/2011/104 et CON/2011/106



## Encadré 9

### L'INDÉPENDANCE DE LA BANQUE CENTRALE EN HONGRIE

Depuis 2010, le cadre juridique et opérationnel de la Magyar Nemzeti Bank a subi plusieurs importantes modifications qui soulèvent des inquiétudes quant à leur compatibilité avec le principe d'indépendance inscrit dans le Traité, et notamment :

- les changements apportés au niveau de la rémunération du gouverneur et des autres dirigeants (CON/2010/56 et CON/2010/91) ;
- les changements apportés au niveau des règles de nomination et de composition du Conseil monétaire (CON/2010/91 et CON/2011/104) ;
- une réforme totale de la structure de gouvernance par le rétablissement du Directoire et par l'augmentation du nombre de vice-gouverneurs (CON/2011/104 et CON/2011/106) ;
- la création de la base constitutionnelle d'une fusion entre la banque centrale et l'autorité de surveillance du secteur financier (CON/2011/106).

Dans ses derniers avis sur la Magyar Nemzeti Bank (CON/2011/104 et CON/2011/106), la BCE exprimait de sérieuses inquiétudes quant à l'indépendance de la banque centrale. Les constants remaniements de la composition des organes de décision de la Magyar Nemzeti Bank, l'accroissement du nombre de membres du Conseil monétaire et la possibilité d'augmenter le nombre de vice-gouverneurs – sans dûment justifier la nécessité d'amender le cadre institutionnel – sont considérés comme autant de moyens d'influer sur le processus décisionnel. Les changements répétés apportés récemment à la législation relative aux salaires des membres des organes de décision ont été mis en œuvre sans que soient pris en considération les points de vue de la Magyar Nemzeti Bank concernant les questions d'indépendance financière. La BCE s'est également exprimée au sujet d'un amendement à la Constitution qui permettrait de fusionner la Magyar Nemzeti Bank avec l'autorité de surveillance hongroise du secteur financier pour former une nouvelle institution, et qui, notamment, rétrograderait le gouverneur et le placerait sous l'autorité du président de la nouvelle institution. De l'avis de la BCE, cette disposition constitue une menace pour l'indépendance personnelle du gouverneur.

En outre, le législateur hongrois a à plusieurs reprises omis de respecter l'obligation qui lui est faite de consulter la BCE ou de prendre ses avis en compte dans l'adoption des dispositions légales liées à la BCN.

Les infractions au principe de l'indépendance de la banque centrale et à l'obligation de consulter la BCE ont conduit la Commission européenne à ouvrir, en janvier 2012, une procédure d'infraction contre la Hongrie.

Dans un avis concernant une augmentation de la quote-part au FMI de la Roumanie<sup>35</sup>, la BCE a rappelé le principe de l'indépendance de la banque centrale, en vertu duquel une BCN chargée d'exercer les droits et obligations

découlant de l'adhésion de son pays au FMI prend ses décisions en matière de gestion des droits de tirage spéciaux en toute indépendance.

<sup>35</sup> CON/2011/102

La BCE a examiné des questions de convergence juridique pour son évaluation des propositions de modification de la Constitution polonaise dans le contexte de la future adoption de l'euro<sup>36</sup>. La BCE a commenté les aspects fonctionnels, institutionnels et personnels de l'indépendance de la banque centrale, ainsi que des questions relatives à l'intégration juridique de la Narodowy Bank Polski dans l'Eurosystème.

La BCE a émis plusieurs avis à propos de la mise en circulation des espèces et de la protection contre la contrefaçon<sup>37</sup>. Concernant les propositions d'adaptation des règles nationales au cadre juridique harmonisé établi par la décision BCE/2010/14<sup>38</sup>, la BCE a considéré qu'il était essentiel que les législations nationales mettant en œuvre cette décision ne s'écartent pas de ses dispositions communes, sauf si la décision le prévoit explicitement.

#### CAS DE NON-RESPECT

En 2011, la BCE a recensé 20 cas de non-respect de l'obligation de la consulter au sujet de projets d'actes législatifs nationaux<sup>39</sup>, parmi lesquels deux cas où la BCE a émis un avis de sa propre initiative. Les dix cas suivants ont été jugés évidents et importants<sup>40</sup>.

Le ministère des Finances grec a omis de consulter la BCE en trois occasions. La première d'entre elles concernait l'extension de la validité du ratio de recrutement imposé aux entités du secteur public en 2010, y compris en rapport avec la Banque de Grèce. Ce cas avait trait à l'indépendance de la BCN, qui est une question d'importance générale pour le SEBC. En outre, la BCE n'a pas été consultée à propos d'importants amendements législatifs relatifs au renforcement de la liquidité de l'économie à la suite de la crise financière internationale et aux mesures de contrôle et de résolution pour les établissements de crédit. Ces cas portaient sur la crise de la dette souveraine et sur les mesures d'austérité, soit des questions d'une grande importance pour le SEBC.

La Hongrie n'a pas respecté l'obligation de consulter la BCE en quatre occasions. Deux cas relatifs à des projets de loi en matière de prêts

en devises revêtaient une importance générale pour le SEBC dans la mesure où ils avaient trait à la stabilité financière et au risque associé aux prêts en devises. Le troisième cas portait sur la loi relative à la Magyar Nemzeti Bank, dont le projet préliminaire avait été transmis pour consultation, mais avait ensuite été profondément remanié. La BCE n'a pas été dûment consultée à propos des échéances et de l'étendue des modifications. Enfin, les autorités hongroises ont omis de consulter la BCE au sujet d'un amendement de la Constitution permettant à la Magyar Nemzeti Bank de fusionner avec l'autorité de surveillance du secteur financier (cf. encadré 9). Ces derniers cas revêtaient une importance générale pour le SEBC dans la mesure où ils avaient trait à l'indépendance de la banque centrale.

Les trois autres cas concernaient la Lituanie, les Pays-Bas et l'Espagne. Les autorités lituaniennes n'ont pas consulté la BCE à propos d'amendements apportés à plusieurs actes juridiques financiers conférant certains pouvoirs supplémentaires à la Lietuvos bankas lorsque celle-ci doit faire face aux problèmes d'établissements bancaires en difficulté et permettant la création d'une banque-relais. Ce cas était d'une importance générale pour le SEBC dans la mesure où il traitait de mesures de résolution bancaire. Le ministère des Finances néerlandais a omis de consulter la BCE au sujet d'un projet de réglementation transformant le financement ex post du dispositif de garantie des dépôts néerlandais en un financement ex ante. Il s'agissait d'un cas évident et important puisqu'il concernait le financement monétaire, qui revêt une importance générale

36 CON/2011/9

37 Par exemple, CON/2011/19, CON/2011/51, CON/2011/59, CON/2011/64 et CON/2011/92

38 Décision BCE/2010/14 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 du 9.10.2010)

39 Aucun cas de non-respect de l'obligation de consulter la BCE à propos de projets d'actes législatifs européens n'a été recensé en 2011.

40 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 de loi et/ou ceux qui revêtent une importance générale pour le SEBC.

pour le SEBC. Enfin, la BCE n'a pas été consultée au sujet d'amendements apportés à la législation espagnole sur la garantie des dépôts, en particulier au sujet d'une augmentation des contributions *ex ante* des établissements financiers. Il s'agissait d'un cas évident et important puisqu'il touchait au dispositif de garantie des dépôts et à son financement, questions d'importance générale pour le SEBC.

Il y a eu en 2011 des cas évidents et récurrents de non-consultation de la BCE, notamment par la Grèce et par la Hongrie. Par cas récurrents, la BCE entend ceux où le même État membre omet de consulter la BCE au moins trois fois au cours de deux années successives, dont au moins une fois au cours de chaque année considérée. En 2011, ce constat a été établi pour la Grèce et pour la Hongrie.

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

Comme cela lui avait été demandé, la BCE a continué de gérer et/ou de procéder à plusieurs opérations d'emprunt et de prêt en 2011.

La BCE continue la gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'Union européenne aux termes du mécanisme de soutien financier à moyen terme, comme le prévoit la décision BCE/2003/14 du 7 novembre 2003<sup>41</sup>. En 2011, la BCE a reçu deux versements pour le compte de l'UE et a transféré ces montants au pays emprunteur (Roumanie). Les paiements des intérêts de dix prêts et le principal d'un prêt ont été réglés par la BCE. L'encours total des prêts à l'UE au titre du mécanisme de soutien financier à moyen terme s'établissait, au 31 décembre 2011, à 11,4 milliards d'euros.

La BCE continue d'assumer la responsabilité d'effectuer, pour le compte des prêteurs et de l'emprunteur, tous les paiements afférents à la convention de prêt dont bénéficie la Grèce<sup>42</sup>. En 2011, la BCE a reçu quatre versements de la part des prêteurs et a transféré ces montants à la Banque de Grèce, en sa qualité d'agent de

l'emprunteur. Elle a traité le paiement des intérêts de cinq prêts. L'encours des prêts bilatéraux coordonnés en faveur de la Grèce s'élevait, au 31 décembre 2011, à 52,9 milliards d'euros.

La BCE continue d'assumer la responsabilité de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt conclues par l'UE dans le cadre du mécanisme européen de stabilisation financière (MESF)<sup>43</sup>. En 2011, la BCE a reçu dix versements pour le compte de l'UE et a transféré ces montants aux pays emprunteurs (Irlande et Portugal). Elle a traité le paiement des intérêts d'un prêt. L'encours total des prêts à l'UE au titre du MESF s'établissait, au 31 décembre 2011, à 28 milliards d'euros.

La BCE continue d'assumer la responsabilité de la gestion des prêts du Fonds européen de stabilité financière (FESF) aux États membres dont la monnaie est l'euro<sup>44</sup>. En 2011, la BCE a reçu six versements pour le compte du FESF et a transféré ces montants aux pays emprunteurs (Irlande et Portugal). Elle a traité le paiement des intérêts de deux prêts. L'encours des prêts au titre du FESF s'établissait, au 31 décembre 2011, à 16,3 milliards d'euros.

### 6.4 LES SERVICES DE L'EUROSISTÈME EN MATIÈRE DE GESTION DES RÉSERVES

En 2011, un large éventail de services a continué d'être offert dans le cadre introduit en 2005 pour la gestion des actifs libellés en

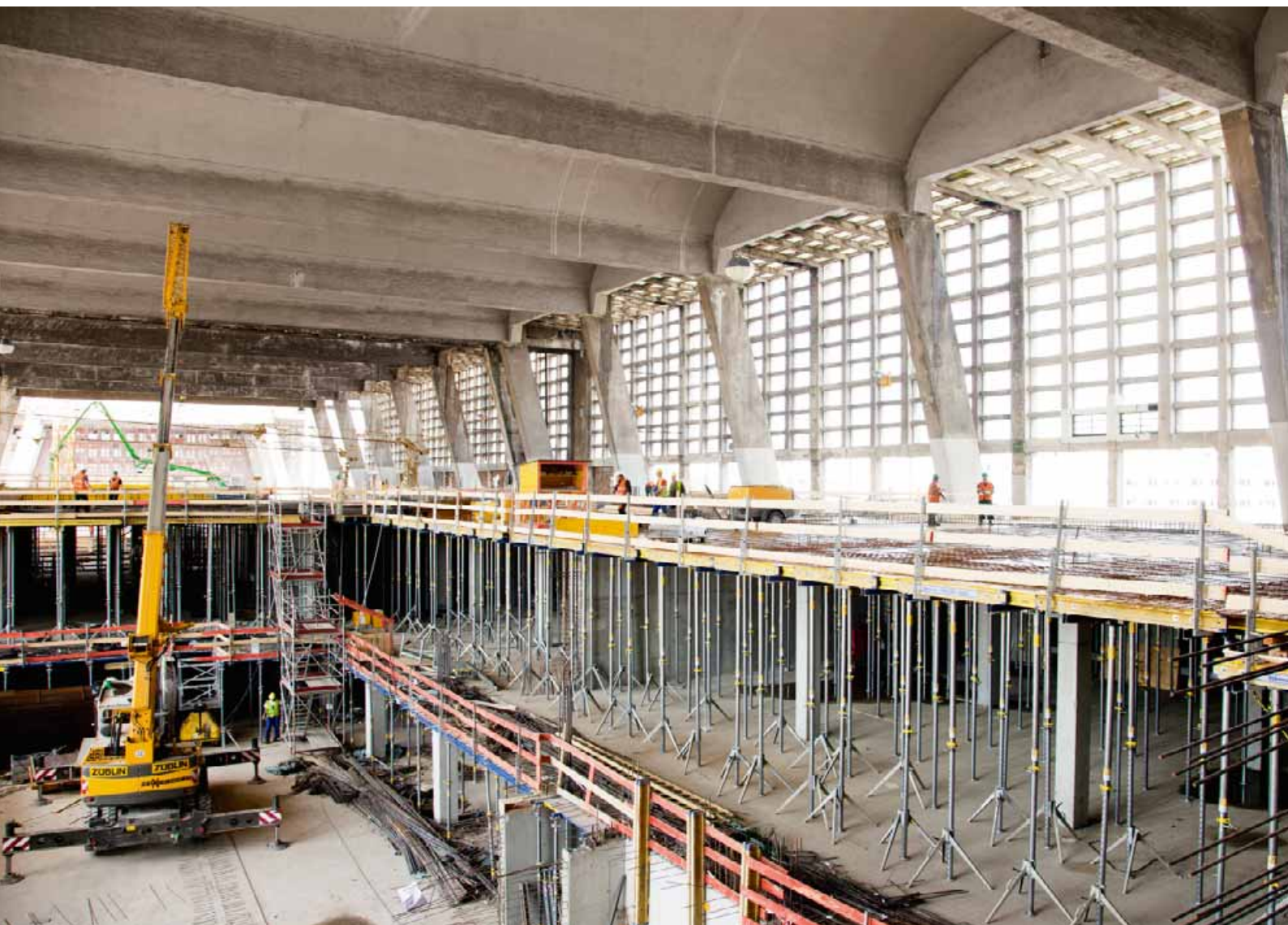
41 En vertu de l'article 141 (2) du Traité, des articles 17, 21.2, 43.1 et 46.1 des statuts du SEBC et de l'article 9 du règlement (CE) n° 332/2002 du Conseil du 18 février 2002

42 Dans le contexte d'un accord de prêt entre les États membres ayant l'euro comme monnaie (autres que la Grèce et l'Allemagne) et le Kreditanstalt für Wiederaufbau (agissant dans l'intérêt public, dans le respect des instructions de la République fédérale d'Allemagne et sous le bénéfice de la garantie de la République fédérale d'Allemagne) en qualité de prêteurs, la République hellénique en qualité d'emprunteur et la Banque de Grèce en qualité d'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

43 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

44 En vertu des articles 17 et 21 des statuts du SEBC (en liaison avec l'article 3 (5) de l'accord-cadre régissant le FESF)

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 du 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 qui entretiennent une relation commerciale avec l'Eurosystème est demeuré stable en 2011. En ce qui concerne les services proprement dits, l'année 2011 a été marquée par une augmentation considérable (8%) de l'ensemble des liquidités (y compris des dépôts) et des portefeuilles de titres des clients.



La *Grossmarkthalle* accueillera un espace visiteurs, le restaurant d'entreprise, une cafétéria et des salles de conférence. Ces espaces s'intégreront dans l'ancien hall pour constituer un système de « maison dans la maison » à part entière.

Le sous-sol de la *Grossmarkthalle* a été remplacé par une nouvelle structure étanche et peut à présent supporter la charge des nouveaux éléments de construction qui sont actuellement intégrés dans le hall.

La restauration de la façade quadrillée en béton et des coques du toit suit également son cours.

**LA STABILITÉ FINANCIÈRE,  
LES MISSIONS LIÉES  
AU CERS ET L'INTÉGRATION  
FINANCIÈRE**

# 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 (cf. la section 2 du présent chapitre), le nouveau cadre de surveillance européen a été mis en place le 1<sup>er</sup> janvier 2011 avec la création de trois Autorités européennes de surveillance (AES) couvrant l'activité bancaire (Autorité bancaire européenne – ABE), les titres et les marchés (Autorité européenne des marchés financiers – AEMF), ainsi que les assurances et les pensions professionnelles (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles – AEAPP). Ce cadre a considérablement renforcé la structure de surveillance européenne tant au niveau micro-prudentiel que, pour la première fois, au niveau macro-prudentiel.

## I.1 LE SUIVI DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

### LE SECTEUR BANCAIRE DE LA ZONE EURO

La BCE, en collaboration avec le Comité de stabilité financière (*Financial Stability Committee* -FSC) du SEBC, surveille les risques pesant sur la stabilité financière et évalue la capacité du système financier de la zone euro à absorber les chocs<sup>1</sup>. Dans le cadre de cette mission importante, l'accent est essentiellement mis 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, ainsi que de leurs interactions avec les banques nécessite que le SEBC suive également les vulnérabilités de ces composantes du système financier.

En 2011, les risques pesant sur la stabilité financière de la zone euro se sont

considérablement accrus avec l'aggravation de la crise de la dette souveraine et l'intensification de son interaction négative avec le secteur bancaire. Au deuxième semestre en particulier, les vulnérabilités ont augmenté à mesure que la crise de la dette souveraine se propageait à des pays plus grands de la zone euro. Ces facteurs de contagion se sont surtout accompagnés d'une dégradation des perspectives macroéconomiques de croissance, en fin d'année notamment. Les pays les plus vulnérables à cette contagion ont été ceux perçus comme présentant à la fois une situation budgétaire fragile ou se détériorant, des conditions macrofinancières faibles, un manque de volonté politique pour mettre en œuvre les réformes institutionnelles nécessaires et la possibilité de nouvelles pertes substantielles dans le secteur bancaire.

Dans ce contexte de contagion, des tensions considérables sur les financements ont gagné les banques de la zone euro. Bien qu'atténuées par la fourniture rapide et abondante de liquidité de banque centrale, des tensions, parfois fortes, sur les financements à moyen et long termes sont apparues en cours d'année. Les banques de la zone euro ont subi l'incidence d'une baisse de la confiance des marchés qui a entraîné une hausse brutale de leurs coûts de financement et limité leur accès au financement à terme, en particulier pour les banques situées dans les pays de la zone en proie à une crise de la dette souveraine. Les tensions sur les financements ont particulièrement affecté les banques ayant eu massivement recours au refinancement interbancaire à terme en blanc, dont des financements volatils libellés en dollars des États-Unis. En outre, une certaine segmentation est apparue sur les marchés de financement garanti, tels que le marché des pensions livrées, sur lequel les prix des obligations émises par les pays confrontés à une crise de la dette souveraine étaient inférieurs à ceux d'autres titres, pesant ainsi sur les coûts de financement des banques utilisant de telles

1 Depuis fin 2004, la BCE publie la *Financial Stability Review*, rapport semestriel sur la stabilité du système financier de la zone euro. Cette publication, qui présente les principaux résultats du suivi de la structure et de la stabilité du secteur bancaire, est disponible sur le site internet de la BCE.

obligations « décotées » en garantie dans des opérations de pension. L'accès au financement était également largement déterminé par les préoccupations relatives à la qualité des actifs de certaines banques, notamment s'agissant de leur exposition à des marchés de l'immobilier résidentiel qui avaient connu précédemment une activité exubérante. Au total, la propagation des tensions au niveau des États et des banques s'est accentuée, entraînant une crise systémique.

Les évolutions de la situation financière des grands groupes bancaires complexes (*large and complex banking groups – LCBG*) de la zone euro ont été contrastées au cours des trois premiers trimestres de 2011. Après des bénéfices globalement élevés au premier trimestre 2011, les résultats se sont dans l'ensemble inscrits en baisse au deuxième trimestre, reflétant des conditions plus difficiles pour les banques, caractérisées par les évolutions défavorables des marchés de financement et de transactions, une première vague de dépréciation des titres de la dette publique grecque et un environnement économique mondial moins favorable que prévu. Dans le même temps, les efforts fournis par les banques pour augmenter leurs fonds propres et réduire leurs actifs pondérés des risques, également influencés par le test de résistance réalisé par l'ABE à l'échelle de l'UE en 2011, ont contribué à la hausse des ratios de fonds propres réglementaires<sup>2</sup>. Les résultats du troisième trimestre ont confirmé la tendance à la baisse des bénéfices. De nombreux grands groupes bancaires complexes de la zone euro ont enregistré des baisses de leur résultat net en raison de nouvelles dépréciations sur la dette souveraine grecque et de l'atonie des revenus des activités de marché. Plusieurs banques ont réduit leur exposition à la dette souveraine des pays de la zone connaissant des difficultés en vendant ou en ne renouvelant pas leurs actifs arrivant à échéance. S'agissant des aspects positifs, au cours des trois premiers trimestres 2011, les produits nets d'intérêt et, dans une moindre mesure, les revenus de commissions, sont demeurés globalement stables. La diversification géographique de leurs activités a permis à des grands groupes bancaires

complexes de conserver leur rentabilité, malgré les difficultés rencontrées par certains sur leur marché domestique.

Des tensions sur les marchés de financement et les pressions en faveur de la réduction du levier d'endettement des banques sont réapparues en 2011, impliquant le risque de répercussions négatives sur l'accès au crédit, en particulier dans les pays en proie à une crise de la dette souveraine, où le coût et la disponibilité des financements à moyen et long termes ont été particulièrement affectés. Il est important de noter qu'en 2011, les vulnérabilités du secteur bancaire de la zone euro ont été très variables selon les pays et les banques, en raison des différences en termes d'exposition géographique et sectorielle au risque de crédit, de modèles d'activité en place et en, particulier, de situation budgétaire du pays d'implantation des banques. Les indicateurs de marché ont mis en évidence une nette détérioration des anticipations de bénéfices des grands groupes bancaires complexes de la zone euro. Les indices boursiers du secteur bancaire de la zone euro, mais aussi à l'échelle mondiale, ont affiché des performances nettement inférieures à celles des indices de référence globaux, tandis que les mesures correspondantes de la volatilité du secteur bancaire de la zone euro ont atteint des pics sans précédent depuis la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

L'aggravation généralisée des risques pesant sur la stabilité financière a mis en évidence un besoin criant d'actions audacieuses et décisives, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro. Parallèlement aux décisions prises par les États d'intensifier les efforts d'assainissement budgétaire et de renforcer les règles budgétaires, les mesures adoptées lors des réunions du Conseil de l'Union européenne et des chefs d'État ou de gouvernement en juillet, en octobre et en décembre 2011 ont également eu pour

2 Le test de résistance réalisé à l'échelle de l'UE a été coordonné par l'ABE, en étroite collaboration avec la BCE et la Commission européenne. Une description détaillée de la méthodologie, ainsi que les résultats, publiés mi-juillet, sont disponibles sur les sites internet de l'ABE et des autorités nationales participantes.



objectif de traiter plusieurs questions clés, en vue de rétablir la stabilité financière de la zone euro. Une des principales mesures a consisté à renforcer la capacité de prêt du Fonds européen de stabilité financière et à élargir son mandat. En vue d'une refonte de la gouvernance de la zone euro, il a été décidé lors du sommet de l'UE des 8 et 9 décembre 2011 de progresser sur la voie d'une union économique et d'établir un nouveau pacte budgétaire, qui a été conclu entre 25 des 27 États membres de l'UE le 30 janvier 2012. La mise en œuvre complète des mesures annoncées et les avancées dans la mise en œuvre du Mécanisme européen de stabilité devraient atténuer les interactions négatives entre des finances publiques vulnérables, le secteur financier et la croissance économique. En complément, une stratégie globale visant à renforcer les fonds propres et la capacité de financement des banques de l'UE a été présentée, imposant aux grandes banques de se constituer un coussin de fonds propres temporaire et d'atteindre un ratio de fonds propres durs (*core tier 1*) de 9 % avant juin 2012, soit des besoins en fonds propres pour l'ensemble du secteur bancaire de l'UE estimés à 114,7 milliards d'euros. Afin d'éviter que les insuffisances en fonds propres identifiées soient comblées par des cessions excessives d'actifs, susceptibles d'avoir des effets néfastes sur l'économie réelle, les programmes d'ajustement des bilans des banques feront l'objet d'un suivi attentif, au niveau tant national qu'euroéen. En outre, pour faciliter l'accès au financement à terme, il a été décidé de rétablir, dans le cadre d'une action coordonnée au niveau de l'UE, les dispositifs de garantie des financements de l'État. Enfin, les mesures de soutien renforcé au crédit mises en place par l'Eurosystème, dont deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans, ont permis aux banques de conserver l'accès à des ressources stables. Par conséquent, les tensions pesant sur le financement de marché se sont légèrement atténuées début 2012.

#### LES AUTRES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

Les préoccupations concernant la stabilité des autres institutions financières ont été

moins fortes en 2011 que celles portant sur la stabilité du secteur bancaire de la zone euro. Toutefois, le secteur financier non bancaire a été également affecté par la perte de confiance des marchés financiers, en raison des liens étroits entre les secteurs financiers et entre les compartiments de marché. La solidité financière des principales sociétés d'assurance de la zone euro s'est globalement maintenue au cours des trois premiers trimestres 2011. La rentabilité des grandes sociétés de réassurance de la zone a rebondi, après les niveaux faibles enregistrés au premier trimestre, au cours duquel la charge des sinistres liés aux catastrophes naturelles a augmenté. Au total, le volant de sécurité en fonds propres du secteur semble avoir été suffisant pour résister aux difficultés du premier semestre 2011. Cette évolution résulte en partie de la propension des sociétés d'assurance à détenir un excédent de fonds propres pour maintenir leur objectif de notation de crédit, mais aussi de la constitution, à titre préventif, de volants de sécurité supplémentaires dans un contexte économique incertain. Un risque majeur auquel les sociétés d'assurance de la zone euro sont confrontées est celui d'une diminution de la rentabilité des produits d'assurance-vie garantis, ainsi que des revenus d'investissement et de la solvabilité en général, sous l'effet d'une période prolongée de bas niveau des taux d'intérêt, en particulier sur les emprunts publics notés AAA. En outre, la faible valorisation boursière des obligations émises par les pays et les secteurs les plus affectés par la crise actuelle pourrait avoir une incidence négative sur les assureurs qui ont investi dans ces portefeuilles.

Le secteur des *hedge funds* a subi des pertes considérables en 2011, moins importantes toutefois qu'après la faillite de Lehman Brothers. De plus, le secteur était moins endetté qu'il ne l'était alors, ce qui a contribué à atténuer les tensions sur la liquidité de financement résultant des appels de marge de leurs *prime brokers*. Des retraits plus importants qu'à l'accoutumée de la part des investisseurs pourraient encore créer un risque de liquidité de financement, malgré l'appétence généralement forte de ceux-ci pour les placements dans les *hedge funds*, dans un

contexte de taux d'intérêt nominaux bas. Bien que les *hedge funds* aient dans l'ensemble un rôle relativement limité dans la zone euro (à la fin du troisième trimestre 2011, leurs actifs s'élevaient à 119 milliards d'euros), ils appartiennent au réseau complexe du secteur bancaire parallèle (*shadow banking sector*), au travers de leur implication dans les activités de titrisation ou sur le marché des pensions. Le secteur bancaire parallèle recouvre des activités liées à l'intermédiation du crédit, telles que la transformation de liquidité et d'échéances, qui interviennent en dehors du système bancaire officiel. S'agissant de la zone euro, les actifs détenus par les secteurs liés à l'activité bancaire parallèle se sont établis à 11 000 milliards d'euros au troisième trimestre 2011. En termes relatifs, ils représentent 27,7 % des actifs cumulés du secteur bancaire et du secteur parallèle<sup>3</sup>, ce qui montre que le secteur bancaire parallèle joue un rôle significatif dans l'intermédiation financière en général et dans les activités de financement des banques en particulier.

## 1.2 LES DISPOSITIFS DE STABILITÉ FINANCIÈRE

Au cours de l'année 2011, les travaux se sont poursuivis dans le domaine de la gestion et de la résolution de crise, et des efforts ont été accomplis pour améliorer les règles et les normes au niveau tant européen qu'international.

Au sein de l'UE, la direction générale Marché intérieur et services de la Commission européenne a lancé en janvier 2011 une consultation publique sur la mise en place d'un cadre européen de gestion des crises dans le secteur financier, exposant les détails techniques déjà présentés dans la communication d'octobre 2010<sup>4</sup>. Dans sa contribution à cette consultation<sup>5</sup>, le SEBC soutient pleinement l'objectif global de la proposition de la Commission de développer un cadre de gestion et de résolution des crises pour les institutions financières de l'UE. En particulier, le SEBC partage le point de vue selon lequel l'objectif primordial du nouveau régime de l'UE doit être

de permettre à toutes les institutions de faire faillite dans des conditions propres à préserver la stabilité de l'ensemble du système financier de l'UE et à réduire au minimum les coûts publics et les perturbations économiques. La proposition de directive de la Commission concernant un nouveau cadre de résolution est attendue pour le printemps 2012.

Ce nouveau cadre de gestion et de résolution des crises de l'UE s'inspire également d'un certain nombre d'initiatives engagées dans les États membres de l'UE en vue de modifier leurs cadres nationaux de résolution de crise pour le secteur financier. La BCE a émis des avis sur ces initiatives et a également contribué directement aux travaux sur les nouveaux régimes de résolution dans les pays soumis à un programme conjoint UE-FMI (Irlande, Grèce et Portugal)<sup>6</sup>.

En 2011, la BCE a activement soutenu les travaux menés conjointement par le groupe de travail *ad hoc* sur la gestion de crise du Comité économique et financier (CEF) et par le Comité technique consultatif du CERS concernant l'adoption, par les États membres, d'actions correctrices et de filets de sécurité (*backstops*) afin de contenir les risques pour la stabilité financière susceptibles de résulter de la publication des résultats de tests de résistance menés par l'ABE (ou de tests de marché).

Au niveau international, les dirigeants du G20 ont approuvé, lors de leur réunion des 3 et 4 novembre 2011 à Cannes, la mise en œuvre d'un ensemble intégré de mesures visant à gérer les risques que les institutions financières d'importance systémique (SIFI) font peser sur le système financier mondial, comprenant notamment une nouvelle norme internationale pour les régimes de résolution. Le Conseil de stabilité financière (CSF) a élaboré cette

3 Selon les statistiques BCE et Eurostat

4 Pour de plus amples informations sur la consultation, cf. le site internet de la Commission européenne (<http://ec.europa.eu>)

5 Pour de plus amples informations sur cette contribution, cf. le site internet de la BCE

6 Cf., par exemple, CON/2011/39, CON/2011/45, CON/2011/60, CON/2011/72 et CON/2011/84. Tous les avis de la BCE sont publiés sur son site internet.

nouvelle norme, à savoir les principaux attributs des régimes de résolution effective des institutions financières (*Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*)<sup>7</sup> comme point de référence pour les réformes des régimes de résolution nationaux, afin de renforcer la capacité des autorités à mettre en place une résolution ordonnée des institutions financières défaillantes, sans exposer le contribuable au risque de perte<sup>8</sup>. S'agissant du groupe initial de 29 SIFI mondiales, les exigences relatives au redressement et à la résolution devront être satisfaites avant la fin 2012. En tant que membre du CSF, la BCE a apporté une contribution et un soutien actifs à cette initiative, notamment en s'investissant pleinement dans les activités du Groupe de pilotage sur la résolution de crise, du Groupe de travail sur la gestion des crises transfrontières et du Groupe de travail sur la requalification de la dette.

<sup>7</sup> *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, disponibles sur le site internet du CSF ([www.financialstabilityboard.org](http://www.financialstabilityboard.org))

<sup>8</sup> Ces « Principaux attributs » identifient douze caractéristiques essentielles des régimes de résolution, qui constituent la norme minimale devant être satisfaite par ces régimes dans toutes les juridictions : a) périmètre, b) autorité de résolution, c) pouvoirs de résolution, d) compensation, collatéralisation, séparation des actifs des clients, e) garanties, f) financement des sociétés en cours de résolution, g) caractéristiques du cadre juridique pour la coopération transfrontière, h) groupes de gestion des crises, i) accords de coopération transfrontière propres aux institutions, j) évaluation des stratégies de résolution, k) planification du redressement et de la résolution, et l) accès à et partage de l'information.

## 2 MISSIONS RELATIVES AU FONCTIONNEMENT DU CONSEIL EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE (CERS)

### 2.1 LE CADRE INSTITUTIONNEL

L'année 2011 était la première année de fonctionnement du Conseil européen du risque systémique (CERS). Le CERS est responsable de la surveillance macroprudentielle du système financier de l'UE, la BCE en assurant le secrétariat et fournissant un support analytique, statistique, logistique et organisationnel. Le CERS a été instauré sur la base du règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Conseil européen du risque systémique<sup>9</sup>. Par ailleurs, le règlement (UE) n° 1096/2010 du Conseil du 17 novembre 2010<sup>10</sup> a confié à la BCE des missions spécifiques relatives au fonctionnement du CERS.

Le président de la BCE exercera la présidence du CERS pendant les cinq premières années de son fonctionnement. En 2011, c'est donc Jean-Claude Trichet qui a présidé le CERS jusqu'au 31 octobre ; Mario Draghi lui a succédé le 1<sup>er</sup> novembre.

À fin juin 2011, le CERS avait achevé la mise en place de ses structures institutionnelles. Le Conseil général du CERS a adopté : a) son règlement intérieur<sup>11</sup> ; b) les règles de sélection des membres de son Comité scientifique consultatif<sup>12</sup> ; c) son code de conduite<sup>13</sup> et d) les règles d'accès à ses documents<sup>14</sup>. Par ailleurs, le CERS a adopté une décision relative à la fourniture et à la collecte d'informations pour la surveillance macroprudentielle<sup>15</sup> et a convenu avec les AES de procédures pour la transmission d'informations confidentielles.

Disposant de 25 experts, le secrétariat du CERS a mené à bien les tâches quotidiennes du CERS, parmi lesquelles le support administratif aux organes institutionnels, la fourniture de travaux d'analyse, les contributions à la définition d'un cadre pour la stratégie macroprudentielle et à sa mise en place, ainsi que la coopération avec les autorités de surveillance.

Le CERS a utilisé les différentes modalités prévues par le règlement n° 1092/2010 pour garantir sa responsabilité en tant que nouvel organe public européen. Ces modalités comprennent des auditions initiales au Parlement européen, lors desquelles le président a expliqué la façon dont il entendait s'acquitter de ses missions (Jean-Claude Trichet le 7 février 2011, Mario Draghi le 16 janvier 2012), d'autres auditions régulières, ainsi que des entretiens confidentiels sur les activités en cours du CERS avec le président et les vice-présidents de la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, pour lesquels un accord a été conclu entre ces deux entités en septembre 2011. Le CERS a également rendu compte sous plusieurs formes au Conseil européen des alertes et des recommandations ainsi que de leur suivi. Le CERS devrait publier son premier Rapport annuel couvrant 2011 en mai 2012.

### 2.2 LE SUPPORT ANALYTIQUE, STATISTIQUE, LOGISTIQUE ET ORGANISATIONNEL AU CERS

La BCE assure le secrétariat du CERS et lui fournit à ce titre un support analytique, statistique, logistique et organisationnel. En 2011, première année de fonctionnement du

<sup>9</sup> JO L 331 du 15.12.2010

<sup>10</sup> JO L 331 du 15.12.2010

<sup>11</sup> Décision du Comité européen du risque systémique du 20 janvier 2011 portant adoption du règlement intérieur du Comité européen du risque systémique (CERS/2011/1), JO C 58 du 24.02.2011

<sup>12</sup> Décision du Comité européen du risque systémique du 20 janvier 2011 relative aux procédures et critères de sélection, de nomination et de remplacement des membres du comité scientifique consultatif du Comité européen du risque systémique (CERS/2011/9), JO C 39 du 08.02.2011

<sup>13</sup> Décision du Comité européen du risque systémique du 25 mars 2011 portant adoption du code de conduite du Comité européen du risque systémique (CERS/2011/3), JO C 140 du 11.05.2011

<sup>14</sup> Décision du Comité européen du risque systémique du 3 juin 2011 relative à l'accès du public aux documents du Comité européen du risque systémique (CERS/2011/5), JO C 176 du 16.06.2011

<sup>15</sup> Décision du Comité européen du risque systémique du 21 septembre 2011 relative à la fourniture et à la collecte d'informations pour la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union (CERS/2011/6), JO C 302 du 13.10.2011

CERS, ce support a notamment comporté le suivi régulier, ainsi que l'identification et l'évaluation des risques systémiques à l'échelle de l'UE. Outre les activités régulières de surveillance et d'évaluation de la stabilité financière, ce support recouvrait également le développement et l'amélioration des outils et des méthodologies d'analyse, assurés par le réseau de recherche du SEBC dans le domaine macroprudentiel (*ESCB Macro-prudential Research Network*), ainsi que des efforts visant à combler les lacunes identifiées dans les données statistiques utiles à la conduite de l'analyse macroprudentielle.

#### LE SUPPORT ANALYTIQUE

En 2011, la BCE a fourni un support analytique au CERS sous forme de rapports réguliers suivant et identifiant les risques systémiques auxquels est confronté le système financier de l'UE et comprenant des évaluations de l'incidence potentielle de ces risques. Par ailleurs, les agents de la BCE ont contribué de manière ponctuelle, à la demande du CERS, à des études spécifiques portant sur le risque systémique et diverses questions macroprudentielles.

Toutes ces contributions reposaient sur l'expertise de la BCE, s'appuyant sur l'organisation et l'infrastructure adoptées pour

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 reçues des membres du CERS. 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 et de classer la gravité potentielle de risques spécifiques. En coopération avec les BCN et les autorités de surveillance nationales et européennes (*via* le Comité technique consultatif du CERS et ses sous-structures), la BCE examine régulièrement les outils disponibles, l'objectif étant d'améliorer constamment le cadre d'analyse, et développe de nouveaux outils pour combler les lacunes identifiées dans l'analyse. Le réseau de recherche du SEBC dans le domaine macroprudentiel joue un rôle à cet égard (cf. encadré 10).

#### Encadré 10

##### LE RÉSEAU DE RECHERCHE DU SEBC DANS LE DOMAINE MACROPRUDENTIEL

Le Conseil général a approuvé en 2010 la création du réseau de recherche du SEBC dans le domaine macroprudentiel (*ESCB Macro-prudential Research Network*). Ce réseau de recherche a été mis en place pour étayer la nouvelle fonction de surveillance macroprudentielle confiée à l'UE suite à la crise financière, notamment le Conseil européen du risque systémique (CERS). Ce réseau est chargé, en particulier, de mener des travaux relatifs aux cadres conceptuels, aux modèles et aux outils à l'appui de la surveillance macroprudentielle et de mettre en commun les résultats de la recherche.

La conférence qui s'est tenue à Francfort les 5 et 6 octobre 2011, lors de laquelle des chercheurs du réseau ont présenté leurs travaux, a été le premier événement public organisé par le réseau<sup>1</sup>. Un petit nombre de chercheurs ne faisant pas partie du réseau étaient également invités et les débats ont été dirigés par des experts renommés dans le domaine. Seule une sélection de travaux

<sup>1</sup> Des informations concernant la conférence sont disponibles sur le site internet de la BCE.

menés dans le cadre du réseau a pu être présentée à la conférence, mais un plus grand nombre sera publié au fur et à mesure dans la série des documents de travail de la BCE.

Le premier domaine de recherche du réseau est consacré au développement de modèles macrofinanciers reliant l'instabilité financière et les performances de l'économie. Ces travaux ont essentiellement pour objet d'enrichir la recherche fondamentale et non de produire des outils immédiatement opérationnels. Les travaux dans ce domaine suivent différents axes complémentaires. Certains chercheurs se concentrent sur l'intégration, dans les modèles macroéconomiques standard, de frictions et de facteurs financiers. D'autres sur les aspects essentiels nécessaires à l'intégration, dans les modèles macroéconomiques, de caractéristiques réalistes propres à l'instabilité financière. Une attention particulière est consacrée à la modélisation des faillites bancaires, notamment au caractère interconnecté du risque de défaut, à l'évolution au cours du cycle de l'endettement et du ratio de levier des intermédiaires financiers, à l'inclusion de non-linéarités et au rôle joué par le secteur bancaire parallèle, en particulier dans le contexte de cadres réglementaires différents. Un autre axe de recherche dans ce domaine a trait à l'évaluation de différentes politiques de réglementation macroprudentielle, comme les fonds propres réglementaires ou les quotités de financement, et des effets découlant de leurs interactions avec d'autres politiques, telles que la politique monétaire. Une équipe formée de chercheurs de différents pays développe actuellement un modèle canonique de politiques de ce type, qui intègre les formes pertinentes d'instabilité systémique et a pour but de recenser et d'évaluer les politiques réglementaires limitant les risques systémiques.

Le deuxième domaine de recherche a trait aux modèles d'alerte précoce et aux indicateurs de risque systémique, et revêt un caractère plus opérationnel. Les travaux en la matière montrent que la valeur des indicateurs d'alerte précoce a augmenté dans l'ensemble grâce à l'amélioration des méthodologies et à l'utilisation de sources de données jusque-là moins exploitées. La plus grande efficacité des nouveaux outils d'alerte précoce résulte également du fait que l'analyse, jusqu'à présent centrée sur la prévision de crises, accorde désormais une place un peu plus importante à la prévision de déséquilibres croissants. D'une manière générale, les travaux menés par les chercheurs du réseau dans le deuxième domaine montrent comment améliorer le pouvoir prédictif des modèles d'alerte précoce en associant les données de bilan des entreprises financières aux variables macrofinancières traditionnelles. En outre, cette combinaison fournit des informations très précieuses aux autorités pour mesurer le degré existant de tensions financières systémiques.

Le troisième domaine de recherche dans lequel le réseau souhaite réaliser des progrès concerne l'évaluation des risques de contagion. En raison de l'insuffisance des données, il est assez difficile de mener des travaux approfondis sur les risques posés par la contagion bancaire transfrontière en Europe. Toutefois, un grand projet a été lancé évaluant les liens financiers transfrontières à l'aide des données relatives aux transactions effectuées *via* le système Target 2 et auquel participent des chercheurs de plusieurs BCN.

Les principales prestations attendues du réseau sont la publication de documents de recherche ainsi que la tenue d'ateliers et de conférences (une deuxième conférence est prévue pour 2012), y compris des échanges avec des chercheurs extérieurs au SEBC. Le réseau rendra compte de ses travaux au bout de deux ans, au second semestre 2012.

La BCE peut contribuer à la préparation des recommandations du CERS concernant des questions réglementaires ou des initiatives législatives, à la demande du CERS. À cet égard, la BCE a contribué en 2011 aux travaux du CERS sur l'identification et l'analyse des risques liés aux prêts en devises dans l'UE. Par ailleurs, la BCE a apporté sa contribution à d'éventuelles recommandations sur la base de travaux d'analyse menés précédemment par la BCE et l'Eurosystème.

### LE SUPPORT STATISTIQUE

Suite aux travaux préparatoires entrepris en 2010, la BCE, assistée des BCN, a fourni un support statistique au CERS, en étroite collaboration avec les AES le cas échéant.

Une contribution fondamentale visant à répondre aux besoins de données statistiques du CERS a été réalisée d'octobre 2010 à juin 2011 par un groupe mixte comprenant des représentants du secrétariat du CERS, de la BCE et des AES. Le rapport final de ce groupe a été partiellement traduit dans la décision du CERS relative à la fourniture et à la collecte d'informations pour la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union (CERS/2011/6)<sup>16</sup>. Cette décision couvre, notamment, l'identification d'informations agrégées régulières nécessaires au support des missions du CERS à court terme (c'est-à-dire jusqu'à début 2013). Cette décision exige que la BCE et les AES fournissent de façon régulière des informations agrégées et concerne des données qui sont déjà collectées. De plus, elle couvre la définition de procédures à suivre au cas où des informations agrégées supplémentaires et *ad hoc*, non comprises dans les données régulièrement fournies, seraient nécessaires pour les missions du CERS.

Le groupe mixte a également analysé les exigences à long terme pour les données des autorités de tutelle et la communication, fondées essentiellement sur les exigences de déclaration définies actuellement par les AES et la Commission européenne. Ces exigences permettront de contribuer directement aux travaux statistiques du CERS, d'éviter la

duplication des déclarations et d'assurer la cohérence des informations nécessaires aux analyses relatives à la stabilité économique et financière et aux travaux de recherche associés. Par ailleurs, la BCE s'est elle-même impliquée dans différents travaux visant à développer les statistiques (par exemple les données bancaires consolidées et les statistiques sur les détentions de titres) qui pourraient également fournir un support au CERS (cf. section 4 du chapitre 2).

La BCE apporte des contributions importantes aux travaux de surveillance du risque et d'analyse du risque du CERS par le biais d'une revue macroprudentielle trimestrielle, qui présente des informations statistiques (sous formes de tableaux et de graphiques) et des indicateurs ventilés par catégorie de risque, à savoir le risque macroéconomique, le risque de crédit, le risque de marché, le risque de liquidité et de financement, les interdépendances et les déséquilibres, la rentabilité et la solvabilité. Cette revue trimestrielle s'appuie sur des informations provenant de différentes sources, comprenant le SEBC, les AES et des fournisseurs privés. Par ailleurs, le règlement du CERS (article 3g) établit que le CERS doit « élaborer, en collaboration avec les AES, un ensemble commun d'indicateurs quantitatifs et qualitatifs (tableau de bord du risque) pour déterminer et mesurer le risque systémique ». De la même façon, les travaux de développement de ce tableau de bord sont ventilés entre les mêmes catégories de risque.

<sup>16</sup> JO C 302 du 13.10.2011

## 3 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES

### 3.1 LE SECTEUR BANCAIRE

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) a publié ses nouvelles normes en matière de fonds propres et de liquidité (Bâle III) en décembre 2010. La BCE a participé activement à l'élaboration du nouveau cadre de Bâle III et a apporté une contribution importante aux diverses analyses d'impact visant à quantifier les conséquences éventuelles du nouveau dispositif réglementaire pour les marchés financiers et l'économie réelle. Conformément aux engagements pris par les dirigeants du G20 en novembre 2010, les efforts nationaux et internationaux en ce domaine portent dorénavant en priorité sur la mise en œuvre rapide et cohérente des normes de Bâle III. La BCE continue de participer aux travaux de suivi actuellement réalisés dans plusieurs domaines par le Comité de Bâle, notamment la révision et la finalisation de certains éléments de ce train de réformes au cours des prochaines années. La BCE participe également à la mise en œuvre des normes de Bâle en Europe. Dans ce contexte, la BCE salue la proposition de la Commission européenne du 20 juillet 2011 portant à la fois sur une directive et sur un règlement pour transposer le cadre de Bâle III dans la législation européenne. Cette proposition constitue un nouveau pas important vers le renforcement de la réglementation du secteur des banques et des entreprises d'investissement et la création d'un système financier plus sain et plus solide en Europe.

Le 27 janvier 2012, la BCE a publié son avis relatif à la proposition de directive et de règlement<sup>17</sup>. Dans cet avis, la BCE salue l'engagement fort de l'UE de mettre en œuvre les normes et accords internationaux dans le domaine de la réglementation financière, tout en prenant en considération, s'il y a lieu, certaines caractéristiques du système juridique et financier de l'UE. Les principaux éléments de l'avis sont les suivants :

Premièrement, en ce qui concerne le règlement proposé, qui sera directement applicable aux différents États membres, la BCE

soutient fermement l'approche d'un « corpus réglementaire unique », qui devrait garantir que les institutions financières qui offrent des services financiers dans le Marché unique respectent un ensemble unique de règles prudentielles. Cette approche devrait notamment améliorer encore l'intégration financière en Europe. Dans ce contexte, la BCE soutient pleinement l'objectif de traiter des expositions au risque ciblées concernant, entre autres, certains secteurs, régions ou États membres par voie d'actes délégués habilitant la Commission à imposer des exigences prudentielles plus strictes le cas échéant pour faire face à des variations de l'intensité des risques micro ou macroprudentiels résultant des évolutions du marché. Toutefois, la BCE considère qu'il est important que le règlement proposé offre aux États membres la possibilité d'appliquer des exigences prudentielles plus strictes en cas d'apparition de risques systémiques pour la stabilité financière. Ce cadre ne devrait autoriser que des ajustements à la hausse du calibrage, tandis que les définitions seraient maintenues, respectant ainsi le principe d'un corpus réglementaire unique pour l'UE. En outre, le cadre serait l'objet de mesures de protection strictes, sous la coordination du CERS, afin de se prémunir contre d'éventuelles conséquences non souhaitées, les effets de contagion et un usage abusif. Deuxièmement, il est essentiel que les banques de l'UE affichent le même niveau de résistance et de capacité d'absorption des pertes s'agissant des fonds propres réglementaires que leurs homologues internationales. Dans ce contexte, il convient de veiller à ce que les critères qualitatifs de l'UE concernant les actions ordinaires *Tier 1* pour les sociétés par actions, et par conséquent la définition des actions ordinaires *Tier 1*, soient conformes à la norme internationale de Bâle. Troisièmement, la BCE est tout à fait favorable à l'introduction d'un élément contracyclique explicite dans la réglementation financière, ce qu'elle considère comme un facteur clé d'enrichissement de la palette d'outils macro-prudentiels. Enfin, la BCE soutient fermement l'introduction

<sup>17</sup> CON/2012/5



d'exigences relatives au risque de liquidité et d'un ratio de levier dans le cadre réglementaire de l'UE, sous réserve d'un examen et d'un calibrage appropriés. Les exigences de liquidité comportent l'introduction d'un ratio de liquidité à court terme, qui vise à garantir que les banques disposent de suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour surmonter une crise grave d'une durée d'un mois, et d'un ratio structurel de liquidité à un an, incitant davantage les banques à financer leurs activités de façon structurelle au moyen de ressources plus stables.

Ces nouvelles normes de liquidité devraient procurer des avantages importants sur les plans micro et macroprudentiel, mais d'éventuelles conséquences indésirables de ces nouvelles normes doivent être évaluées. Dans ce contexte, le SEBC a engagé des travaux d'analyse de l'interaction de la nouvelle réglementation de la liquidité avec les opérations de politique monétaire, par le biais d'un groupe de travail créé en mai 2011 qui rassemble des experts en matière de stabilité financière et de politique monétaire.

Le Conseil de stabilité financière (CSF), conformément au mandat du G20, a concentré ses efforts en 2011 sur l'élaboration de mesures cruciales pour répondre aux risques associés aux institutions financières d'importance systémique. Le cadre international élaboré par le CSF est constitué des éléments suivants : a) des normes et des exigences au niveau international pour une résolution efficace, b) une surveillance plus intensive et plus efficace, et c) des exigences complémentaires pour renforcer la capacité d'absorption des pertes. En particulier, les efforts conjoints du CBCB et du CSF se sont traduits par une exigence supplémentaire de fonds propres qui vient s'ajouter aux exigences de Bâle III pour les banques mondiales d'importance systémique<sup>18</sup>. En termes quantitatifs, ces établissements seront assujettis à une surcharge en fonds propres progressive, comprise entre 1 % et 2,5 % des actifs pondérés des risques<sup>19</sup>, en fonction de l'importance systémique de la banque concernée<sup>20</sup>. Cette exigence doit être entièrement satisfaite avec

des actions ordinaires. En novembre 2011, le CSF et le CBCB ont défini un premier groupe de vingt-neuf banques mondiales jugées d'importance systémique. Les exigences additionnelles de capacité d'absorption des pertes s'appliqueront d'abord aux banques qui composeront ce groupe en novembre 2014. La surcharge en fonds propres sera introduite progressivement à partir de janvier 2016, et intégralement mise en œuvre au plus tard en janvier 2019. Ce calendrier devrait laisser à ces établissements le temps nécessaire pour s'adapter aux nouvelles règles, tout en réduisant au maximum les perturbations affectant leurs stratégies, leurs modèles économiques et la planification de leurs fonds propres. La BCE salue le travail du CBCB et du CSF qu'elle a soutenu activement dans ce domaine important. La BCE soutient pleinement ces nouvelles normes internationales, qui sont conçues spécifiquement pour traiter les problèmes d'externalités négatives et d'aléa moral posés par les banques mondiales d'importance systémique. Elles sont une étape nécessaire pour réduire la probabilité et la gravité de l'instabilité financière et des plans de sauvetage déclenchés par la faillite d'institutions financières mondiales d'importance systémique. Pour que le dispositif produise les effets souhaités, une mise en œuvre rapide et coordonnée de ces mesures à l'échelle internationale est essentielle.

### 3.2 LES VALEURS MOBILIÈRES

En 2011, une vaste réforme du cadre de l'UE pour la réglementation des valeurs mobilières, à laquelle la BCE était étroitement associée, s'est accélérée.

18 Cf. *Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement* (Banques mondiales d'importance systémique : Méthodologie d'évaluation et exigence complémentaire de capacité d'absorption des pertes), Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, novembre 2011

19 Une tranche supérieure sans risque de 3,5 % est envisagée afin d'inciter les banques à éviter d'accroître davantage leur importance systémique au fil du temps.

20 L'importance systémique est mesurée à l'aide d'une méthodologie reposant sur des indicateurs développée par le CBCB.

En décembre 2010, la Commission européenne a lancé une révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIFID), pierre angulaire de la réglementation de l'UE relative aux marchés financiers. L'objectif fondamental de cette révision est d'adapter le cadre réglementaire de l'UE aux dernières évolutions technologiques et financières, tout en répondant aux demandes faites par le G20<sup>21</sup> aux autorités nationales de s'attaquer au problème posé par les pans les moins réglementés et les plus opaques du système financier. Le 20 octobre 2011, la Commission européenne a publié sa proposition de révision de la MIFID et a proposé des modifications de la directive relative aux abus de marché.

En outre, la Commission européenne a présenté une proposition de directive modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (la directive sur la transparence).

Dans le domaine de la vente à découvert, la BCE a publié le 3 mars 2011 un avis<sup>22</sup> sur une proposition de règlement de la Commission européenne. Elle a remarqué que le règlement proposé intégrait un grand nombre des recommandations formulées en 2010 dans la contribution de l'Eurosystème à la consultation publique de la Commission européenne sur la vente à découvert. Il est prévu que le règlement entrera en vigueur en novembre 2012.

La Commission européenne a aussi présenté une proposition de règlement et de directive sur les agences de notation le 15 novembre 2011. L'objectif de la proposition est de contribuer à réduire les risques pour la stabilité financière et à rétablir la confiance des investisseurs et des autres intervenants de marché dans les marchés financiers et dans la qualité des notations. La BCE prépare actuellement un avis sur cette proposition.

La BCE a également suivi très attentivement et soutenu les travaux engagés par le CSF et d'autres instances internationales suite à la demande des

dirigeants du G20 en novembre 2010 d'élaborer des recommandations destinées à renforcer la réglementation et la surveillance du système bancaire parallèle. Une vue d'ensemble du « système bancaire parallèle » de la zone euro a été préparée par la BCE et distribuée aux membres du CSF.

### 3.3 LES NORMES COMPTABLES

En mars 2011, l'Eurosystème a transmis au Conseil des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Board – IASB*) des commentaires sur la proposition de comptabilité de couverture de l'instance de normalisation. Dans cette lettre adressée à l'IASB, l'Eurosystème soutient généralement le modèle proposé, reposant sur des principes, qui vise à mieux coordonner le processus de déclaration financière (*reporting*) et les activités de gestion des risques des entreprises. L'Eurosystème a toutefois remarqué que les activités de couverture importantes, comme la macro-couverture, n'entraient pas dans le cadre de cette proposition. En outre, l'Eurosystème a souligné l'interconnexion entre la couverture et d'autres aspects du projet relatif aux instruments financiers, comme le classement et la mesure de ces instruments, et les avantages potentiels de la réalisation d'une étude d'impact exhaustive, tenant compte des interactions entre toutes les composantes de ce projet, et un programme d'ouverture aux parties prenantes.

Tout au long de l'année, l'IASB et le Conseil des normes de comptabilité financière (IASB) ont poursuivi leurs travaux de convergence en matière d'alignement de leurs cadres comptables respectifs. Malgré les progrès réalisés en 2011, des différences matérielles subsistent dans des domaines comptables essentiels, comme la comptabilité des instruments financiers (classement et compensation).

21 Cf. les déclarations du G20 lors du sommet de Pittsburgh (en septembre 2009) et de celui de Séoul (en novembre 2010)

22 CON/2011/17

## 4 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

L'Eurosystème et le SEBC contribuent 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) leur 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 mai 2011, la BCE a publié la cinquième édition de son rapport annuel intitulé *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)<sup>23</sup>. Ce rapport a pour objet principal de contribuer à l'analyse de 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. Cette édition du rapport est plus particulièrement consacrée à la crise de la dette souveraine dans la zone euro et à son incidence sur les marchés obligataire et monétaire. Le rapport analyse également en détail les thèmes suivants : (a) *crisis management and resolution from a financial integration perspective* (la gestion et la résolution de crise du point de vue de l'intégration financière), (b) *insurance corporations and pension funds in the euro area* (les sociétés d'assurance et les fonds de pension de la zone euro), et (c) *developments in the euro area bond markets during the financial crisis* (l'évolution des marchés obligataires de la zone euro durant la crise 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 2010.

La BCE a continué de participer au Réseau de recherche sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe. Ce réseau

réunit des universitaires, des intervenants de marché, des décideurs et des banquiers centraux et est géré en collaboration avec le *Center for Financial Studies* de l'université de Francfort-sur-le-Main. L'atelier organisé par le réseau sur le thème *The structure of the euro area market for banks' debt financing and implications for monetary transmission and financial integration* (la structure du marché du financement des banques par la dette dans la zone euro et ses conséquences sur la transmission monétaire et sur l'intégration financière) s'est tenu à Francfort les 17 et 18 mai 2011 sous les auspices de la BCE. 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'Espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area* – SEPA) est une initiative qui a pour but de réaliser un marché entièrement intégré des services de paiements de masse en euros, sans distinction entre paiements transfrontières et paiements nationaux. Au cours de l'année 2011, l'Eurosystème a continué de suivre et de soutenir les travaux réalisés dans ce domaine<sup>24</sup>. Une attention particulière a été consacrée à la migration vers les nouveaux instruments SEPA. D'après les indicateurs SEPA, la migration des virements nationaux vers les virements SEPA dans la zone euro

<sup>23</sup> Ce rapport peut être consulté sur le site internet de la BCE.

<sup>24</sup> Il a évalué également les progrès réalisés à l'aune des jalons posés dans le septième rapport d'étape SEPA, publié en octobre 2010 et disponible sur le site internet de la BCE.

a atteint 23,7% en décembre 2011. S'agissant des prélèvements SEPA, la migration n'a représenté que 0,5% en décembre 2011. Un règlement visant à imposer une date butoir pour la migration vers les dispositifs de virement et de prélèvement SEPA a été proposé par la Commission européenne. Dans son avis, la BCE accueille favorablement la proposition de la Commission, qui souhaite définir des dates de fin de migration contraignantes, les jugeant essentielles pour la réussite du projet. La BCE a également souligné l'importance d'une solution à long terme concernant les commissions d'interchange applicables aux prélèvements<sup>25</sup>.

La nécessité de fixer de façon urgente une date butoir a également été soulignée par le Conseil SEPA, le forum représentatif des parties intéressées co-présidé par la BCE et par la Commission européenne, dont l'objectif est de promouvoir la création d'un marché intégré de paiements de masse en euros en veillant à la participation appropriée de toutes les parties prenantes et en favorisant l'obtention d'un consensus sur les prochaines étapes de la réalisation du SEPA. Outre le secteur bancaire, les administrations publiques et les utilisateurs finals (tels que les consommateurs et les entreprises comme les PME et les petits commerçants) sont représentés. Quatre banques centrales de l'Eurosystème participent également par roulement.

De nouveaux progrès sont nécessaires dans plusieurs domaines afin de garantir le succès du SEPA. Les paiements par carte doivent faire l'objet d'une attention particulière. Premièrement, afin de renforcer le niveau de sécurité des transactions par carte et de réduire les utilisations frauduleuses basées sur la *skimming*<sup>26</sup>, l'Eurosystème a encouragé le marché à migrer vers la technologie EMV à puce et à abandonner la piste magnétique. Il a également invité les différents acteurs concernés à développer des solutions pour limiter la fraude liée à l'utilisation des pistes magnétiques tant que la migration globale vers la technologie EMV ne sera pas achevée (par exemple en bloquant par défaut les transactions effectuées

par carte magnétique). Deuxièmement, afin de créer un marché intégré et compétitif dans le domaine des cartes de paiement, des discussions ont été engagées avec les parties intéressées au sujet de l'harmonisation des pratiques commerciales. En outre, s'agissant de la normalisation fonctionnelle, l'Eurosystème a organisé un forum *ad hoc* sur la normalisation des cartes en mars 2011. De plus, il a activement encouragé les travaux sur la mise en place d'un cadre de certification de sécurité SEPA harmonisé.

L'innovation doit également faire l'objet d'une attention particulière. La migration complète vers les protocoles SEPA et la réalisation d'un marché intégré et compétitif dans le domaine des cartes de paiement, fondé sur des pratiques commerciales, des normes techniques et des exigences en matière de sécurité communes constituent le fondement des services innovants susceptibles d'être offerts à l'échelle paneuropéenne. À cet égard, l'Eurosystème a souligné la nécessité d'offrir des solutions de paiement en ligne sûres et efficaces dans l'ensemble de l'espace SEPA. Bien qu'il existe clairement une demande du marché pour ce type de services, les progrès en la matière semblaient s'être interrompus fin 2011. Les intervenants de marché attendent sans doute la fin de l'enquête ouverte par la Commission européenne en septembre 2011 concernant le processus de normalisation des paiements effectués par internet.

Afin d'encourager la coopération volontaire entre les autorités compétentes au sein de l'EEE sur la question de la sécurité des paiements de masse, un forum européen sur la sécurité des paiements de masse (*European Forum on the Security of Retail Payments*) a été mis en place en 2011 à l'initiative de la BCE (cf. la section 5.2 du présent chapitre).

<sup>25</sup> Cf. CON/2011/32, JO C 155, 25.05.2011

<sup>26</sup> Le *skimming* consiste à copier les données contenues dans la piste magnétique d'une carte *via* un terminal modifié ou un faux terminal, ou encore à l'aide d'un lecteur portable, en vue de réaliser des opérations frauduleuses sans le consentement du porteur.

## LES MARCHÉS DE TITRES

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 dans la zone euro et ce, 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.

Le label STEP a été introduit en 2006 et 166 programmes bénéficiant de ce label étaient en place en décembre 2011. Les titres de créance STEP ont été relativement épargnés par les turbulences sur les marchés financiers, l'encours total de ces titres s'élevant à 415 milliards d'euros en décembre 2011, soit un peu plus que le niveau enregistré un an auparavant et environ 55% de plus qu'au début des turbulences financières en août 2007. En outre, au troisième trimestre 2011, l'encours des titres STEP hors administrations publiques représentait 40% environ des titres de créance à court terme de référence, après moins de 30% durant le trimestre correspondant de 2007. Cette évolution régulière 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. L'élargissement temporaire de la liste des actifs éligibles admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème en y incluant les titres STEP émis par les établissements de crédit, c'est-à-dire les certificats de dépôt, à la suite de la décision prise par le Conseil des gouverneurs en octobre 2008, a été suspendu à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011. En dépit d'une certaine volatilité de l'encours en 2011, le marché STEP n'a pas souffert outre mesure de cette interruption, poursuivant sa croissance. À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012, les titres bénéficiant du label STEP émis par les établissements de

crédit ont de nouveau été admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème, à la suite de la suppression de l'obligation pour les titres de créance (autres que les obligations bancaires sécurisées) émis par les établissements de crédit d'être négociables sur un marché réglementé pour être éligibles.

Afin d'accroître la transparence dans le domaine des titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS), le Conseil des gouverneurs a décidé, en décembre 2010, d'imposer des obligations d'information prêt par prêt pour les ABS dans le cadre du dispositif de garanties de l'Eurosystème. Il a décidé de commencer par les titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels, qui forment de loin la catégorie d'actifs concernés la plus importante, et a introduit un délai de dix-huit mois environ pour ces titres. Cela signifie que, d'ici l'été 2012, les émetteurs devront fournir des informations sur les prêts sous-jacents conformément au modèle de déclaration qui a été publié simultanément. En avril 2011, le Conseil des gouverneurs a pris une décision analogue concernant les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales et les ABS émis par les PME, avec le même calendrier pour la mise en œuvre.

Un marché de la titrisation qui fonctionne bien, aidé en cela par la standardisation et une transparence accrue en garantissant à l'investisseur l'accès à des informations complètes et standardisées sur l'ensemble du marché européen des ABS, contribue à parachever le système financier européen et favorise l'intégration par le biais d'une meilleure comparabilité transfrontière des instruments.

## LA CONTRIBUTION AU CADRE RÉGLEMENTAIRE ET LÉGISLATIF POUR LE SYSTÈME FINANCIER ET L'ACTION DE RÉGLEMENTATION DIRECTE

Afin de renforcer l'intégration financière, la BCE et l'Eurosystème, conformément à leurs fonctions consultatives et réglementaires, suivent et contribuent activement à l'évolution du cadre législatif et réglementaire de l'UE. Les activités menées en 2011 sont présentées à la section 3 du présent chapitre.

En outre, la BCE a participé en qualité d'observateur au Groupe d'experts sur les infrastructures de marchés financiers (*Expert Group on Market Infrastructures*) de la Commission européenne, qui a pour mission de contribuer au développement d'un environnement post-marché efficient, sûr et solide dans l'UE. Le groupe a achevé ses travaux et publié, le 10 octobre 2011, un rapport<sup>27</sup> qui vient enrichir l'analyse menée par la Commission européenne sur les services post-marché et les infrastructures de marché de l'UE. Ces travaux sont étroitement liés à la mise en œuvre de TARGET2-Titres (T2S).

#### **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 2011, une nouvelle version du système (cf. la section 2.1 du chapitre 2).

T2S, le futur système de règlement-livraison de titres de l'Eurosystème, aura une incidence importante sur l'harmonisation et sur l'intégration de l'environnement post-marché en Europe. T2S permettra de supprimer automatiquement de nombreux «obstacles Giovannini» 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. Cependant, même avec une plate-forme technique unique, d'importants obstacles au règlement-livraison transfrontière subsisteront, qui devront être supprimés afin que le marché des paiements tire pleinement profit de T2S. Afin de réaliser de

nouveaux progrès, un groupe de pilotage dans le domaine de l'harmonisation, composé de hauts représentants du secteur des paiements et du secteur public, a été mis en place en 2011. Ce groupe a pour principale mission de recenser les points sur lesquels les groupes ou les marchés du secteur sont en retard par rapport au reste de l'Europe en ce qui concerne la mise en œuvre de normes d'harmonisation communément admises et, le cas échéant, d'exercer une pression morale sur les marchés nationaux et sur les acteurs concernés. Le groupe de pilotage dans le domaine de l'harmonisation sera au cœur du calendrier de T2S en la matière, contribuant à stimuler significativement T2S ainsi que les travaux d'harmonisation de l'infrastructure post-marché au sens plus large en Europe, en coopération avec la Commission européenne et les autres acteurs concernés (cf. la section 2.2 du chapitre 2).

Enfin, dans le domaine de la gestion des garanties, le modèle de banque centrale correspondante (MBCC) a favorisé l'intégration financière depuis sa mise en place en 1999, en permettant à l'ensemble des contreparties de la zone euro de procéder à une utilisation transfrontière des actifs éligibles admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème, indépendamment du pays dans lequel l'actif a été émis. L'Eurosystème apporte actuellement des améliorations au MBCC (cf. la section 2.3 du chapitre 2).

<sup>27</sup> Ce rapport peut être consulté sur le site internet de la Commission européenne.

## 5 LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

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, des instruments de paiement, des principaux prestataires de services et d'autres infrastructures critiques en assurant leur suivi et leur évaluation et, le cas échéant, en suscitant le changement<sup>28</sup>.

### 5.1 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 son propre système 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 de la BCE 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.

#### TARGET2

La surveillance de TARGET2 est conduite et coordonnée par la BCE, qui agit en étroite coopération avec les BCN participantes. En 2011, les autorités de surveillance de TARGET2 au sein de l'Eurosystème se sont concentrées sur les aspects du risque opérationnel et le suivi de l'évaluation de TARGET2 au regard des attentes de l'Eurosystème en matière de continuité opérationnelle. Bien que le cadre de continuité opérationnelle de TARGET2 ait été évalué comme étant généralement bien établi

et garantissant un niveau suffisamment élevé et cohérent de résistance, des améliorations de certains éléments de ce cadre ont été recommandées. En 2011, les autorités de surveillance ont assuré le suivi de la mise en œuvre de ces améliorations. Fin 2011, la mise en œuvre d'une recommandation (celle de documenter l'obligation des fournisseurs de la plate-forme partagée unique TARGET2 de fournir des informations appropriées aux instances de gouvernance de TARGET2) n'était pas encore réalisée. De plus, dans le contexte des activités de surveillance régulières, les incidents survenus dans TARGET2 ont été analysés avec soin et ont fait l'objet de discussions avec l'opérateur du système.

En outre, la cinquième version du logiciel de TARGET2 a été mise en production le 21 novembre 2011. Avant son lancement, les autorités de surveillance ont évalué ses nouvelles fonctionnalités au regard des Principes fondamentaux applicables. Les autorités de surveillance ont conclu que, globalement, la nouvelle version n'aurait pas d'incidence négative sur la conformité de TARGET2 aux Principes fondamentaux, et que plusieurs modifications se traduiraient 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 encore affiné en 2011. Cet outil permet, en particulier, aux autorités de surveillance et aux opérateurs de reproduire très fidèlement 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 des données relatives aux opérations, à la liquidité et aux participants. Plusieurs projets analytiques, indépendants du simulateur TARGET2 mais reposant sur la série de données au niveau des transactions, ont été lancés, notamment une étude sur les

<sup>28</sup> On trouvera des informations détaillées sur les fonctions et les activités de surveillance de l'Eurosystème sur le site internet de la BCE ainsi que dans des rapports de surveillance spécifiques de l'Eurosystème.

profils intrajournaliers de flux de paiement et l'application de la théorie des réseaux mettant l'accent sur les sous-réseaux (« communautés ») entre les participants au système TARGET2.

### **EURO I**

EURO I 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 ABE Clearing. EURO I fonctionne sur une base nette multilatérale. Les positions de fin de journée des participants à EURO I sont réglées, *in fine*, en monnaie de banque centrale *via* le système TARGET2, la BCE agissant en tant qu'agent de règlement.

La BCE est chargée de la responsabilité première de la surveillance, en étroite collaboration avec l'ensemble des BCN de l'Eurosystème. Trois activités principales de surveillance relatives à EURO I ont été menées en 2011. 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 finalisé le processus d'évaluation globale d'EURO I au regard des Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique. Selon les conclusions de l'évaluation, le système EURO I respecte les Principes fondamentaux I à IX et, en raison de l'absence d'une fonction de gestion du risque dédiée au sein de la société, ne satisfait que dans les grandes lignes au Principe fondamental X (relatif à la gouvernance). Le rapport formule en outre des recommandations invitant l'opérateur à apporter des améliorations au système, tout en soulignant qu'aucun des aspects à améliorer ne représente un risque significatif pour le bon fonctionnement du système EURO I. La BCE a également effectué une évaluation de suivi de l'état d'avancement des recommandations formulées après l'évaluation du système au regard des attentes en matière de continuité opérationnelle. Toutes les recommandations ont été mises en œuvre par l'opérateur du système. Enfin, la BCE ainsi que les BCN de la zone euro qui étaient volontaires ont évalué les modifications des fonctionnalités (par exemple la mise en œuvre de deux fenêtres

supplémentaires de distribution de liquidité pendant les heures d'ouverture d'EURO I). L'Eurosystème a conclu que ces changements n'auraient pas de conséquences négatives pour la conformité d'EURO I avec les Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique. Globalement, le système EURO I a fonctionné sans heurt et sans incident tout au long de 2011.

### **LE SYSTEME CLS (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM)**

Géré par la CLS Bank International (CLS Bank), le système CLS a été instauré en 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. 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 2011, les activités de surveillance coopérative relatives à CLS ont été principalement axées sur 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 leur participation, avec les autres



banques centrales du G10, à la surveillance coopérative de SWIFT, la BCE et certaines BCN de l'Eurosystème contribuent 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 2011, les activités de surveillance du groupe ont continué de porter principalement sur la mise en œuvre du programme d'architecture distribuée, principalement via la construction d'un centre opérationnel supplémentaire en Europe. De plus, les autorités de surveillance ont suivi avec attention la redéfinition du projet d'application FIN lancé en 2011. Les autres principales activités de surveillance en 2011 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 SWIFTN et FIN en 2011 était de 99,999 %.

## 5.2 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. En 2003, le Conseil des gouverneurs a adopté des normes de surveillance applicables aux systèmes de paiement de masse en euros, qui s'appuient sur les Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique. Ces normes font actuellement l'objet d'un réexamen et, de plus, des attentes en matière de surveillance pour les liens entre les systèmes de paiement de masse sont en cours d'élaboration.

La BCE est chargée de la responsabilité première de la surveillance du système STEP2, qui est une chambre de compensation automatisée paneuropéenne pour les paiements de masse

en euros gérée et exploitée par ABE Clearing. Le système STEP2 propose le traitement de différentes catégories de paiement de masse, comme les opérations conformes au SEPA (virements SEPA et prélèvements SEPA) et les opérations répondant à des normes techniques nationales pour lesquelles les services sont limités à la communauté bancaire nationale considérée (en Italie par exemple).

En octobre 2011, un nouveau service de règlement destiné spécifiquement aux banques irlandaises (« STEP2 Irish Service ») a été introduit. Le système STEP2 organise le règlement des montants des opérations de paiement échangées sur une base bilatérale entre les banques irlandaises via le système domestique de paiement de masse exploité par *Irish Retail Electronic Clearing Company Ltd*. Le règlement est effectué dans le système TARGET2 sur des sous-comptes TARGET préfinancés des banques irlandaises concernées. La BCE a évalué le nouveau service avant son lancement au regard des normes de surveillance applicables et en a conclu qu'il n'exerce pas de répercussions négatives sur la conformité du système STEP2 aux normes de surveillance.

En 2011, l'Eurosystème a finalisé les évaluations individuelles, sous l'angle de la surveillance, des dispositifs de paiement par carte fonctionnant dans la zone euro et il a réalisé de nouvelles avancées sur les évaluations des systèmes internationaux de paiement par carte.

De plus, le Conseil des gouverneurs a approuvé en mai 2011 le mandat du Forum européen sur la sécurité des paiements de détail. Ce forum, qui est une initiative de coopération sur base volontaire, en particulier entre les autorités de surveillance et les superviseurs de prestataires de services de paiement, a pour objectif de partager les connaissances et d'améliorer la compréhension dans le domaine de la sécurité des paiements de détail. En 2011, le forum a mis l'accent sur la sécurité des paiements en ligne au moyen de cartes de paiements, de virements et de prélèvements, l'objectif étant d'émettre des recommandations à cet égard.

### 5.3 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 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

Dans le cadre des actions entreprises suite aux engagements du Sommet du G20 à Pittsburgh in 2009<sup>29</sup>, la principale initiative législative de l'EU en 2011 a concerné la proposition de règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux de données, également appelée proposition de règlement sur les infrastructures de marché européennes (*European Market Infrastructure Regulation – EMIR*), qui avait été présentée initialement en septembre 2010. Cette proposition de règlement est la matérialisation des engagements pris au G20 visant à imposer le traitement des produits dérivés de gré à gré par l'intermédiaire de chambres de compensation et la déclaration des positions sur produits dérivés auprès des référentiels centraux de données ainsi qu'à établir pour la première fois dans l'UE un cadre commun pour les contreparties centrales, applicable à toutes les catégories de produits financiers. Dans son avis du 13 janvier 2011, la BCE s'est inquiétée du fait que le cadre proposé ne reflétait pas suffisamment les compétences des banques centrales ni la nécessité de leur implication vis-à-vis des contreparties centrales et des référentiels centraux de données ; elle estime également nécessaire de renforcer l'obligation de coopération entre les régulateurs, les autorités de surveillance et les banques centrales d'émission. En outre, s'inscrivant toujours dans le droit fil des engagements du G20 en matière de négociation électronique des

produits dérivés de gré à gré, l'UE a inscrit cette question dans le cadre plus large de la révision de la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID). Le 20 octobre 2011, la Commission européenne a publié des propositions législatives de révision de la MiFID, qui ont été évaluées par la BCE.

En ce qui concerne la normalisation, une initiative majeure porte sur la révision des principes internationaux pour les infrastructures des marchés financiers en vue d'harmoniser et, le cas échéant, de renforcer les normes internationales existantes en matière de systèmes de paiement présentant une importance systémique, de dépositaires centraux de titres, de systèmes de règlement-livraison de titres et de contreparties centrales. Compte tenu de l'utilisation croissante et de l'importance systémique des contreparties centrales dans le domaine des dérivés de gré à gré et du fait que les infrastructures d'importance systémique et les autorités dépendent de plus en plus, dans l'exercice de leurs propres fonctions, de la précision et de la disponibilité des données provenant des référentiels centraux, les normes révisées comprennent également des orientations supplémentaires pour les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux de données. En mars 2011, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont publié un rapport consultatif sur les projets de principes pour les infrastructures des marchés financiers qui sera finalisé au premier trimestre 2012.

Le 11 octobre 2011, le deuxième rapport d'étape du Conseil de stabilité financière (CSF) sur la mise en œuvre de la réforme des marchés de produits dérivés de gré à gré a souligné la nécessité d'accélérer le rythme de

29 Au sommet de Pittsburgh, le G20 a décidé que « tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plates-formes d'échanges ou *via* des plates-formes de négociation électronique le cas échéant et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux organismes appropriés (« *trade repositories* »). Les contrats n'ayant pas fait l'objet de compensation centrale devront être soumis à des exigences en capital plus élevées ».

l'action législative et réglementaire ainsi que d'intensifier le dialogue multilatéral et bilatéral pour remédier aux chevauchements, aux lacunes et aux conflits entre les approches des différentes autorités. La BCE, qui a participé aux travaux du CSPR et de l'OICV ainsi que du CSF, a pleinement soutenu ces conclusions. La BCE considère également que la mise en œuvre systématique des normes internationales dans les différents pays jouera un rôle décisif dans l'instauration du cadre réglementaire et de surveillance homogène indispensable pour assurer la sécurité et l'efficacité des marchés mondiaux de produits dérivés de gré à gré.

#### **TARGET2-TITRES (T2S)**

TARGET2-Titres (T2S) est un service de règlement qui vise à offrir un gisement unique sans frontières de titres et un processus de règlement central et neutre. Le Conseil Ecofin a souligné, en 2007, la nécessité de veiller à la sécurité et à l'efficacité des dispositifs de surveillance applicables aux dépositaires centraux de titres et, donc, d'analyser de ce point de vue les implications de T2S pour ces dispositifs.

Toutes les autorités compétentes ayant un intérêt légitime au bon fonctionnement de T2S participent à un groupe qui coordonne l'échange d'information et se livre à des activités ayant trait à la surveillance et à la supervision des services de T2S dans la phase de développement, à savoir les autorités de surveillance des dépositaires centraux de titres et des infrastructures de paiement utilisant les services de T2S, les autorités de surveillance chargées des infrastructures critiques, les autorités de contrôle disposant de compétences concernant les dépositaires centraux de titres participant à T2S et les banques centrales des pays ne participant pas à la zone euro qui sont émettrices de monnaies éligibles au règlements dans T2S. Jusqu'à présent, les autorités compétentes continuent de soutenir l'idée d'établir un cadre de coopération pour la surveillance et la supervision des services T2S. Néanmoins, à ce stade, il ne peut pas être finalisé parce que le processus de définition des responsabilités de T2S et des dépositaires centraux de titres est toujours en cours.

En 2011, un examen préliminaire approfondi de la documentation disponible relative à l'architecture de T2S a été effectué par toutes les autorités compétentes. En particulier, l'architecture de T2S a été examinée à l'aune des *Recommandations relatives aux systèmes de règlement-livraison de titres* publiées en 2009 par le SEBC et le CERS, en prenant en compte certaines adaptations requises par les spécificités de l'architecture de T2S. Le Conseil des gouverneurs et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) ont également présenté au Conseil pour le programme TARGET2-Titres des suggestions visant au renforcement du respect des recommandations. En raison de l'évolution actuelle du projet T2S, les conclusions de l'examen de l'architecture de T2S seront mises à jour dès que l'ensemble de la documentation concernée aura été finalisée.





En juillet 2011, l'armature structurelle de la double tour a dépassé la *Grossmarkthalle*.  
Fin décembre 2011, le chantier avait atteint le 21<sup>e</sup> étage.

## CHAPITRE 4

# LES QUESTIONS EUROPÉENNES

## I LES QUESTIONS INSTITUTIONNELLES ET DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Du fait de la crise économique et financière actuelle, l'année 2011 a été marquée par une augmentation de la fréquence des réunions aux niveaux de l'UE et de la zone euro ainsi que par une intensification générale des contacts entre les institutions et instances européennes œuvrant à l'élaboration de la réponse de l'Europe, en particulier le Conseil européen, le Conseil Ecofin, l'Eurogroupe, la Commission européenne, le Parlement européen et la BCE.

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. Il a par ailleurs été invité à prendre part aux réunions du Conseil européen, ainsi qu'aux réunions informelles des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro, quand des questions concernant 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 de la BCE lorsqu'ils le jugeaient opportun.

### L'AMÉLIORATION DE LA GESTION DE CRISE AU NIVEAU EUROPÉEN

Dans le cadre d'un ensemble de mesures destinées à faire face à la crise, le Conseil européen a convenu, les 24 et 25 mars 2011, de mettre en place un mécanisme permanent de gestion de crise, le mécanisme européen de stabilité (MES). Ce dernier fournira, selon une stricte conditionnalité, une assistance en faveur des États membres de la zone euro s'il est établi que cela est indispensable pour préserver la stabilité de la zone euro dans son ensemble. À la suite d'une légère révision du Traité (article 136) et de la décision des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro d'accélérer sa mise en œuvre, le MES devrait entrer en vigueur en juillet 2012. Il remplacera, à l'avenir, le fonds européen de stabilité financière (FESF) et le mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), qui ont été établis comme instruments temporaires en 2010.

Lors de leur réunion du 11 mars 2011, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro se sont mis d'accord pour porter la capacité de financement effective du FESF à 440 milliards d'euros et pour doter le MES d'une capacité de financement effective de 500 milliards d'euros. Ensuite, le 21 juillet 2011, ils ont décidé d'accroître la flexibilité du FESF et du futur MES, en leur permettant d'agir sur la base d'un programme établi à titre de précaution, de financer la recapitalisation des établissements financiers par des prêts aux États membres participants, et d'intervenir sur les marchés primaires et secondaires des emprunts publics. Le 9 décembre 2011, de nouveaux accords importants ont été conclus, notamment sur l'intégration d'une procédure d'urgence dans les règles de vote au sein du MES. En outre, s'agissant de la participation du secteur privé, il a été réaffirmé que les principes et pratiques bien établis du FMI seraient respectés à la lettre.

En ce qui concerne la contribution de la BCE, son président prendra part, en qualité d'observateur, aux réunions du Conseil des gouverneurs du FESF et du futur MES. De plus, la Commission européenne coopérera avec la BCE et le FMI afin d'identifier les risques pesant sur la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble. En collaboration avec la Commission et le FMI, les services de la BCE effectueront une analyse approfondie du niveau d'endettement supportable d'un pays demandant une assistance financière. La Commission, épaulée par la BCE et le FMI, sera chargée de l'élaboration et du suivi du programme. La BCE participe régulièrement aux missions menées conjointement avec la Commission et le FMI dans les pays soumis à un programme afin d'évaluer les progrès réalisés concernant la conditionnalité acceptée et de contribuer aux examens réguliers des programmes. Les interventions du FESF et du MES sur le marché obligataire secondaire seront possibles sur la base d'une analyse de la BCE reconnaissant l'existence de circonstances exceptionnelles sur les marchés financiers et de risques pour la stabilité financière.

## LE RENFORCEMENT DE LA GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE DANS L'UE

Face à la crise économique et financière, le Conseil de l'Union européenne (Conseil de l'UE) et le Parlement européen ont adopté en 2011 un paquet législatif destiné à consolider la gouvernance économique de l'UE dans le cadre du Traité<sup>1</sup>. La BCE considère que ce paquet comprend plusieurs mesures allant dans la bonne direction en vue de renforcer la surveillance budgétaire et le respect de la discipline budgétaire. En particulier, le pacte de stabilité et de croissance a, dans une certaine mesure, été amélioré grâce à un contrôle accru et à des procédures de décision plus automatiques du fait de l'instauration du vote à la majorité qualifiée inversée : certaines recommandations de la Commission seront réputées adoptées à moins que le Conseil de l'UE, statuant à la majorité qualifiée, ne décide de les rejeter dans un certain délai. De plus, le pacte prête davantage d'attention au critère de la dette publique et à la soutenabilité à long terme des finances publiques. La réforme introduit également un « critère des dépenses » ainsi que des exigences minimales applicables aux cadres budgétaires nationaux. Par ailleurs, des sanctions financières et non financières plus précoces et progressives ont été prévues pour encourager les États membres à respecter le pacte de stabilité et de croissance. En outre, remédiant à une lacune majeure du cadre de surveillance, une nouvelle procédure de surveillance macroéconomique a été mise sur pied, comportant un volet préventif et un volet correctif. Venant compléter la stratégie Europe 2020 (cf. ci-après), cette nouvelle procédure vise expressément à corriger les déséquilibres macroéconomiques et à enrayer la détérioration de la compétitivité.

De plus, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont convenu, le 26 octobre 2011, d'organiser des réunions du sommet de la zone euro au moins deux fois par an, afin de donner des orientations stratégiques concernant les politiques économiques et budgétaires au sein de la zone euro et de mieux prendre en compte la dimension de la zone euro dans les politiques nationales. Il a aussi été décidé que les présidents

du sommet de la zone euro, de la Commission et de l'Eurogroupe se réuniraient au moins une fois par mois. Le président de la BCE pourra être invité à participer à ces réunions<sup>2</sup>.

Le 9 décembre 2011, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro se sont mis d'accord sur une architecture renforcée pour l'UEM qui inclurait un nouveau pacte budgétaire, prenant la forme d'un « traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire ». Ce dernier, qui est compatible avec le droit de l'UE, est une avancée majeure vers une intégration budgétaire et économique plus étroite et irrévocable et une gouvernance plus forte au sein de la zone euro. Il est ouvert aux États membres n'appartenant pas à la zone euro et a été signé en mars 2012 par les chefs d'État ou de gouvernement de tous les États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque. Il entrera en vigueur après avoir été ratifié par au moins douze pays de la zone euro.

En dépit des progrès accomplis dans le renforcement de la gouvernance économique, la BCE estime que les réformes auraient dû aller plus loin. En particulier, un des aspects-clés du nécessaire « saut qualitatif » en matière de gouvernance économique – une automaticité accrue de la prise de décision par le biais d'un recours maximal au vote à la majorité qualifiée inversée – n'a, jusqu'à présent, été que partiellement atteint. En outre, s'agissant du nouveau cadre de surveillance macroéconomique, il est crucial que l'efficacité du nouveau mécanisme ne soit pas affaiblie par son vaste champ d'application, y compris pour ce qui est des indicateurs utilisés, de sorte qu'il puisse corriger les déséquilibres et les vulnérabilités à un stade précoce.

1 La BCE a évalué les propositions de la Commission dans son avis du 16 février 2011 sur la réforme de la gouvernance économique dans l'Union européenne (CON/2011/13).

2 Les présidents des Autorités européennes de surveillance et le directeur général du FESF/MES pourront également être invités, sur une base *ad hoc*.



## **LE SEMESTRE EUROPÉEN ET LA STRATÉGIE EUROPE 2020**

S'appuyant sur la stratégie « Europe 2020 : une stratégie pour l'emploi et une croissance intelligente, durable et inclusive », la surveillance par l'UE des politiques économiques de ses États membres s'inscrit désormais dans un cycle annuel comprenant un semestre européen et un semestre national. Dans le cadre de ce nouveau processus, les surveillances économique et budgétaire sont alignées, tout en restant distinctes sur le plan juridique, de sorte à améliorer la cohérence globale des conseils adressés aux États membres. Le premier semestre européen a débuté en janvier 2011 par la publication de l'analyse annuelle de la croissance réalisée par la Commission, laquelle a identifié les principaux défis que devront relever les États membres, mais aussi l'UE et la zone euro. Lors de sa réunion des 24 et 25 mars 2011, le Conseil européen a formulé des orientations stratégiques que les États membres devront prendre en compte pour élaborer leurs programmes de stabilité ou de convergence et leurs programmes nationaux de réforme. Après avoir examiné ces programmes, le Conseil Ecofin a émis, en juin 2011, des recommandations à destination de chaque État membre, avant l'adoption des budgets nationaux et d'autres mesures, qui a lieu au second semestre de l'année. Dans son analyse annuelle de la croissance publiée en novembre 2011, la Commission a évalué le respect des recommandations au niveau de l'UE et a identifié les défis pour 2012, en particulier atteindre un assainissement budgétaire favorable à la croissance, reprendre les activités normales de financement de l'économie, promouvoir la croissance et la compétitivité, lutter contre le chômage et les conséquences sociales de la crise et moderniser l'administration publique.

Bien qu'il soit trop tôt pour apprécier pleinement la capacité du semestre européen d'améliorer la conduite de politiques budgétaires et structurelles par les États membres, la BCE estime que le cadre peut contribuer à une approche plus intégrée et cohérente des politiques et de la surveillance économiques. Globalement, il reste essentiel de maintenir une pression morale et de

veiller à ce que les recommandations adressées aux États membres ne soient pas édulcorées durant le processus de surveillance.

Toujours dans le but de consolider la gouvernance économique de la zone euro, la Commission a présenté, en novembre 2011, deux projets de règlement destinés à renforcer la surveillance budgétaire des pays de la zone euro qui connaissent de graves difficultés ou une menace de graves difficultés quant à leur stabilité financière, ainsi qu'à assurer le suivi et à évaluer les projets de plans budgétaires nationaux, de sorte à faciliter la prévention et la correction en temps opportun des déficits excessifs. Ces propositions sont actuellement examinées par le Conseil de l'UE et le Parlement européen.

## **LE PACTE POUR L'EURO PLUS**

Lors de leur réunion du 11 mars 2011, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont adopté un pacte pour l'euro. Celui-ci vise à renforcer le pilier économique de l'UEM et à donner une force nouvelle à la coordination des politiques économiques, en mettant surtout l'accent sur des domaines qui relèvent de la compétence nationale et sont cruciaux pour renforcer la compétitivité et éviter tout déséquilibre préjudiciable. Les progrès accomplis feront l'objet d'un suivi dans le cadre du semestre européen. Le pacte est aussi ouvert aux États membres n'appartenant pas à la zone euro. La Bulgarie, le Danemark, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie l'ayant signé, il a été rebaptisé « le pacte pour l'euro plus ». La BCE salue l'engagement concret des États membres signataires à entreprendre des actions particulièrement ambitieuses dans des domaines tels que la compétitivité, l'emploi et la soutenabilité à long terme des finances publiques, allant au delà de ce qui avait déjà été accepté.

## **LE PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE**

En 2011, tous les États membres, à l'exception de l'Estonie, du Luxembourg, de la Finlande et de la Suède, étaient soumis à des procédures de déficit excessif (PDE). La PDE engagée à l'encontre de la Finlande a été clôturée par la

décision du Conseil Ecofin du 12 juillet 2011, après que des données communiquées par Eurostat ont révélé que le déficit du pays est demeuré inférieur à 3 % du PIB en 2010. Le délai prévu pour ramener le déficit des administrations publiques sous la valeur de référence de 3 % du PIB était fixé à fin 2011 pour la Bulgarie, la Hongrie et Malte, à 2012 pour la Belgique, l'Italie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie, et aux années 2013 et suivantes pour les autres pays soumis à des PDE, y compris ceux bénéficiant d'un programme UE-FMI.

La BCE salue les efforts d'assainissement entrepris par les pays de la zone euro, qui sont indispensables au retour à des situations budgétaires saines. Cependant, les ajustements structurels réalisés en 2011 dans plusieurs pays de la zone euro soumis à des PDE ont été moins importants que prévu. Compte tenu des risques pesant sur une correction rapide et durable des PDE, la BCE soutient un durcissement de ces procédures et une mise en œuvre immédiate des procédures renforcées au titre du pacte de stabilité et de croissance, lesquelles sont entrées en vigueur en janvier 2012.

## 2 LES ÉVOLUTIONS DANS LES PAYS CANDIDATS À L'UE ET LES RELATIONS AVEC CEUX-CI

De nouveaux progrès ont été enregistrés en 2011 dans le processus d'élargissement de l'UE, en particulier en Croatie. Les États membres de l'UE ont clôturé en juin 2011 les négociations d'adhésion avec la Croatie. Le traité d'adhésion a été signé le 9 décembre 2011 à Bruxelles, l'adhésion étant prévue le 1<sup>er</sup> juillet 2013. En conséquence, des membres de la Hrvatska narodna banka (la banque centrale de Croatie) ont été invités à participer, en qualité d'observateurs, aux réunions du Conseil général de la BCE et des comités du SEBC. S'agissant des pays candidats restants, à savoir les pays dont la candidature d'adhésion a été acceptée par l'UE, les négociations d'adhésion se sont poursuivies avec la Turquie (elles avaient été ouvertes en octobre 2005) et avec l'Islande (elles avaient été ouvertes en juillet 2010). Après avoir accordé au Monténégro le statut de pays candidat en décembre 2010, le Conseil européen a lancé le processus d'adhésion avec ce pays en décembre 2011, en vue d'ouvrir les négociations d'adhésion en juin 2012. En mars 2012, le Conseil européen a également décidé d'accorder le statut de pays candidat à la Serbie. La Commission européenne a réitéré sa recommandation d'ouvrir des négociations d'adhésion avec l'ancienne république yougoslave de Macédoine, qui est un pays candidat depuis 2005, mais aucune date n'a encore été fixée.

En 2011, 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. La BCE a organisé des rencontres annuelles de haut niveau avec la Banque centrale de la République de Turquie et avec la Hrvatska narodna banka. Les relations entre la BCE et la Banque centrale d'Islande ont été renforcées et une délégation de cette dernière emmenée par le gouverneur Már Guðmundsson a été accueillie à Francfort en septembre 2011. Par ailleurs, la BCE a maintenu d'étroites relations avec les banques centrales des pays candidats ainsi qu'avec celles d'autres pays par le biais de programmes de coopération technique (cf. la section 2 du chapitre 5).





La construction des deux tours de bureaux progresse au même rythme, à raison d'un étage par semaine, mais une des tours sera plus haute que l'autre. Une fois terminées, la tour nord et la tour sud comprendront respectivement 45 et 43 étages. La double tour mesurera environ 185 mètres en son point le plus haut (hors antenne).

Depuis l'été 2011, l'armature structurelle de la partie supérieure de la tour est entourée d'une toile antidébris jaune. Formant un écran de protection, celle-ci permet de poursuivre les travaux de coffrage et de bétonnage, même par mauvais temps et vents forts, sans affecter la sécurité des ouvriers, même à des hauteurs élevées.

## CHAPITRE 5

# LES QUESTIONS INTERNATIONALES

# I LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DU SYSTÈME MONÉTAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL

## LA SURVEILLANCE DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE

Compte tenu de l'intensité de l'intégration économique et financière, le suivi et l'analyse des évolutions de l'environnement économique mondial revêtent une importance essentielle pour la conduite de la politique économique dans la zone euro. La BCE joue en outre un rôle majeur dans le processus de surveillance multilatérale des politiques macroéconomiques sur le plan international, dont le coordinateur principal, au niveau des banques centrales, est la BRI. La BCE participe également aux réunions d'autres organisations internationales qui la concernent telles que le FMI et l'OCDE, 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 2011, l'environnement économique international s'est caractérisé par un ralentissement de la reprise économique, la croissance revenant à 1,6 % pour les économies avancées (contre 3,2 % en 2010) et à 6,2 % pour les économies émergentes et en développement (contre 7,3 % en 2010), selon le FMI. Parallèlement, les déséquilibres extérieurs, qui avaient diminué en 2009 du fait de la crise financière mondiale, ont cessé de se resserrer et sont demeurés à des niveaux élevés en 2011. Les principaux pays en excédent et en déficit sont essentiellement restés les mêmes. À l'instar des années précédentes, le compte de transactions courantes de la zone euro a été globalement équilibré en 2011. À plusieurs reprises en 2011, la BCE a insisté sur les risques et les distorsions qui résulteraient si les déséquilibres mondiaux devaient rester à des niveaux insoutenables et a encouragé au rééquilibrage de la structure de la demande mondiale. S'agissant des facteurs structurels qui concourraient à réduire sensiblement les déséquilibres mondiaux, les pays présentant des déficits extérieurs devraient augmenter l'épargne nationale, diminuer les déficits budgétaires et achever le programme de réformes structurelles. De même, les économies

présentant des excédents extérieurs 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.

Dans ce contexte, la BCE a participé aux discussions entre les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G20, qui ont mené à un accord sur une série d'*indicative guidelines for assessing persistently large imbalances* en avril 2011. La BCE a également été impliquée dans l'élaboration, au niveau des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales, d'un plan d'action du G20, qui a été adopté par les dirigeants du G20 en novembre 2011. Ce plan vise à la fois à corriger les vulnérabilités à court terme et à réduire l'instabilité financière, ainsi qu'à identifier les engagements politiques pris par les membres du G20, qui contribueront à mettre en place les fondements d'une croissance soutenable et équilibrée à moyen terme.

Enfin, la zone euro elle-même a fait l'objet d'exercices de surveillance internationale par le FMI et l'OCDE. En 2011, 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. Il a préparé deux rapports d'évaluation des politiques de la zone euro, y compris du cadre de stabilité financière de l'UE<sup>1</sup>. Dans le cadre d'un nouvel exercice de surveillance par le FMI, la zone euro (plus les États-Unis, le Royaume-Uni, la Chine et le Japon) a participé aux discussions concernant les retombées transfrontalières des politiques<sup>2</sup>.

1 *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Staff Report* (Rapport des services du FMI sur les politiques de la zone euro), Rapport par pays du FMI n° 11/184, juillet 2011, et *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise*, Rapport par pays du FMI n° 11/186, juillet 2011

2 *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, Rapport par pays du FMI n° 11/185, juillet 2011

## LES RÉFORMES DE L'ORGANISATION INSTITUTIONNELLE INTERNATIONALE

La communauté internationale se penche toujours sur la question de l'organisation et du fonctionnement du système monétaire international. En 2011, le forum du G20 des économies avancées et émergentes dont le poids est important du point de vue systémique, qui inclut l'UE, a continué d'encourager la coopération internationale, afin de relever les défis économiques et financiers mondiaux actuels et de promouvoir une croissance plus forte, plus durable et équilibrée.

Lors de leur sixième sommet, qu'ils ont tenu à Cannes en novembre 2011, les chefs d'État ou de gouvernement des pays membres du G20 ont veillé au suivi des engagements qu'ils avaient pris lors de leur réunion à Pittsburgh en septembre 2009, où ils avaient lancé un 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. 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. Les dirigeants du G20 se sont également mis d'accord sur une série de conclusions visant à orienter la gestion des flux de capitaux, ainsi que sur un plan d'action destiné aux marchés obligataires en devises locales. En outre, preuve de sa reconnaissance de l'importance croissante des dispositifs régionaux de financement, le G20 a convenu de principes communs de coopération entre le FMI et les dispositifs régionaux de financement. Ces mesures étaient censées contribuer à la concrétisation d'un système monétaire international plus stable et résistant. À cet égard, les discussions ont aussi porté sur la surveillance du FMI, les instruments de prêts du FMI, les ressources du FMI et le panier composant le droit de tirage spécial (DTS)<sup>3</sup>, ainsi que sur les travaux sur l'évaluation des évolutions de la liquidité globale et l'analyse des déterminants de l'accumulation de réserves.

À la suite de l'engagement d'accroître les ressources mises à la disposition des institutions financières internationales que les chefs d'État ou de gouvernement des pays membres du G20 ont pris lors de leur sommet à Londres en avril 2009, les nouveaux accords d'emprunt (NAE)<sup>4</sup> réformés et élargis sont entrés en vigueur en mars 2011. Le nombre de pays participant aux NAE a été étendu de 26 à 40, et le montant global de ces lignes de crédit au FMI est passé de 34 à 370 milliards de DTS. La plupart des accords d'emprunt bilatéraux et d'achat d'obligations signés depuis 2009 entre le FMI et ses pays membres, qui représentent environ 180 milliards de DTS, doivent à terme être intégrés aux NAE. En novembre 2011, le FMI a convenu de modifier ses instruments de prêts afin de répondre aux besoins de liquidité de pays aux fondamentaux solides étant touchés par la contagion. Dans ce contexte, il a été décidé d'accroître la flexibilité de la ligne de crédit de précaution, créée en août 2010, en la mettant à la disposition des membres ayant des besoins *effectifs* en termes de balance des paiements et en proposant des dispositifs de six mois en plus des options existantes, à savoir les dispositifs d'un et de deux ans. Au vu de ces aménagements, la ligne de crédit de précaution a été rebaptisée la ligne de précaution et de liquidité<sup>5</sup>.

Le G20 et le Conseil d'administration du FMI ont également procédé, en 2011, à des échanges de vues sur la composition du panier de devises qui détermine la valeur du DTS. Il a été affirmé que la composition du panier devait continuer à refléter le rôle relatif des devises dans le système commercial et financier mondial et que les principes guidant la valeur du DTS, y compris la stabilité en termes de devises principales,

3 Le droit de tirage spécial (DTS) est une unité de compte utilisée par le FMI et d'autres institutions internationales, ainsi qu'une créance potentielle sur les monnaies librement utilisables des membres du FMI.

4 Les NAE sont des accords de crédit conclus entre le FMI et plusieurs de ses États membres et institutions qui fournissent des ressources supplémentaires au FMI.

5 Les autres critères de qualification de la ligne de crédit de précaution continueront à s'appliquer.



demeuraient valables, bien qu'il convienne de clarifier davantage les critères d'admission au panier. Dans l'actuel panier de quatre devises du DTS, la contribution de l'euro a été fixée, au 1<sup>er</sup> janvier 2011, à 42,3 centimes d'euros, soit 37,4 % du panier à cette date.

L'une des principales activités du FMI, à savoir la surveillance, a fait l'objet d'un examen triennal régulier en 2011. Cet exercice visait à tirer des leçons de la crise financière mondiale en matière de surveillance et à faire le point sur les progrès réalisés depuis 2008 (y compris les nouveaux rapports de contagion susmentionnés). Il a été convenu que le cadre de surveillance devait être plus intégré, impartial et efficace de sorte qu'il puisse mieux identifier et contenir les risques, y compris les risques de contagion, pesant sur la stabilité économique et financière.

## 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. 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 et les pays voisins de l'UE. De plus, la coopération 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.

### LA PROMOTION DU DIALOGUE

La BCE a continué d'approfondir ses relations avec les banques centrales et les autorités monétaires de plusieurs pays. Ainsi, elle a participé à des dialogues macroéconomiques de l'UE avec le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine.

Dans le cadre des relations bilatérales de la BCE avec la Banque populaire de Chine (BPC), 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 défis de la politique monétaire, les bulles des prix d'actifs et les risques y afférents, la réforme et la libéralisation des marchés financiers et le rôle international des devises.

Le sixième séminaire de haut niveau réunissant l'Eurosystème et la Banque de Russie s'est tenu à Francfort les 3 et 4 février 2011. 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.

Le sixième séminaire de haut niveau réunissant les banques centrales de la région Asie de l'Est-Pacifique et de la zone euro s'est tenu à Amsterdam les 27 et 28 juin 2011 et a été organisé conjointement par la BCE, De Nederlandsche Bank et la Banque de Corée, en sa qualité de

présidente, pour 2011, de l'*Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks*. L'objectif de ce séminaire était de procéder à des échanges de vue sur des questions clés d'intérêt commun et de renforcer les relations entre les autorités monétaires des deux régions.

Les 5 et 6 juillet 2011, la BCE a organisé une conférence économique sur l'Europe émergente. Cette conférence, qui s'est tenue à Francfort, a mis l'accent essentiellement sur l'efficacité des réponses stratégiques à la crise, sur la croissance durable et la convergence, ainsi que sur les défis de la stabilité financière en Europe centrale, en Europe de l'Est et en Europe du Sud-Est.

L'Eurosystème et les banques centrales et instituts monétaires des États membres du Conseil de coopération du Golfe ont tenu un troisième séminaire de haut niveau à Abou Dhabi le 19 janvier 2012, organisé conjointement par la BCE et la Banque centrale des Émirats arabes unis. Les sujets à l'ordre du jour de ce séminaire étaient les défis économiques, financiers et budgétaires actuels au sein de la zone euro, l'analyse du risque systémique et la prévention des crises financières, et l'architecture monétaire et financière internationale.

### LA COOPÉRATION TECHNIQUE

Depuis 2003, la BCE a mis en œuvre, conjointement avec les BCN, plusieurs programmes de coopération technique financés par l'UE au profit des pays voisins de l'UE. Cette activité a atteint un pic début 2011, lorsque la BCE a coordonné le plus grand nombre de programmes simultanés de son histoire.

La BCE et 21 BCN<sup>6</sup> ont commencé à apporter leur aide à la Banque nationale de Serbie le 1<sup>er</sup> février 2011 au travers d'un programme de deux ans financé par l'UE. L'objectif de ce programme est de mieux faire correspondre la banque centrale aux normes de l'UE dans

6 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

onze domaines, notamment la surveillance du secteur financier, l'harmonisation juridique, les opérations monétaires et de change, l'analyse et la recherche économiques, les statistiques, les systèmes de paiement et la stabilité financière.

Le programme de coopération technique mis en place avec la Banque de Russie, financé par l'UE, s'est achevé le 31 mars 2011. La BCE, en partenariat avec huit BCN de la zone euro<sup>7</sup> et en coopération avec l'autorité finlandaise de surveillance financière, a assisté la Banque de Russie dans les domaines du contrôle bancaire et de l'audit interne. L'objectif de ce programme était d'encourager la mise en œuvre progressive du dispositif Bâle II en Russie et de fournir une formation et des informations quant aux pratiques d'audit interne de l'Eurosystème.

Le 30 septembre 2011, le programme de coopération technique de 18 mois entre la BCE, sept BCN partenaires<sup>8</sup> et la Banque centrale de Bosnie-Herzégovine a pris fin. Financé par l'UE, ce programme a aidé la Banque centrale de Bosnie-Herzégovine à mettre en œuvre des normes de banque centrale de l'UE dans les domaines des statistiques, de l'analyse et de la recherche économiques, de la stabilité financière, de l'harmonisation juridique, des technologies de l'information et de l'intégration à l'UE.

S'agissant des Balkans occidentaux et de la Turquie, un programme de deux ans financé par l'UE portant sur les contrôles macroprudentiel et microprudentiel a pris fin le 16 janvier 2012. Le programme a été mis en œuvre par la BCE et 14 BCN partenaires<sup>9</sup>, en collaboration avec des institutions internationales et européennes<sup>10</sup>. Dans le cadre de ce programme, l'Eurosystème a organisé une formation régionale intensive consacrée aux contrôles macroprudentiel et microprudentiel et a contribué à la mise en œuvre de mesures nationales spécifiques dans des institutions bénéficiaires<sup>11</sup>. En outre, des simulations techniques de la coopération entre le pays d'origine et le pays hôte ont été réalisées dans toute la région.

La coopération avec la Banque centrale d'Égypte s'est poursuivie tout au long de 2011, 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 sept BCN<sup>12</sup>. Le programme devrait s'achever le 31 mars 2012.

7 Les BCN d'Allemagne, de Grèce, d'Espagne, de France, d'Italie, des Pays-Bas, d'Autriche et de Finlande

8 Les BCN d'Allemagne, de Grèce, d'Espagne, d'Italie, des Pays-Bas, d'Autriche et de Slovaquie

9 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 Slovaquie, de Slovaquie et de Finlande

10 Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le Comité européen des contrôleurs bancaires (remplacé par l'Autorité bancaire européenne), l'Institut pour la stabilité financière, le FMI et la Banque mondiale

11 Les banques centrales et autorités de surveillance de Croatie, de l'ancienne République yougoslave de Macédoine, du Monténégro, de Turquie, d'Albanie, de Bosnie-Herzégovine, de Serbie et du Kosovo en vertu de la résolution 1244 du Conseil de sécurité des Nations unies

12 Les BCN de Bulgarie, de République tchèque, d'Allemagne, de Grèce, de France, d'Italie et de Roumanie





Le bâtiment d'entrée créera un lien fonctionnel et visuel entre la *Grossmarkthalle* et la double tour de bureaux. Traversant la *Grossmarkthalle*, il formera une entrée facilement reconnaissable sur le côté nord du site, *Sonnemannstrasse*. Il accueillera également la salle de conférence de presse.

L'élément central en béton du bâtiment d'entrée, qui émerge d'ores et déjà de la percée dans le hall, indique l'emplacement du bâtiment d'entrée et son orientation entre la double tour et l'entrée sur la *Sonnemannstrasse*.

## CHAPITRE 6

# LA COMMUNICATION EXTERNE ET LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ

## I LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ ET LA POLITIQUE DE COMMUNICATION

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 confortée depuis longtemps par la théorie économique et les données empiriques, qui montrent que cette spécificité favorise le maintien de la stabilité des prix. Parallèlement, il est un principe fondateur des sociétés démocratiques qui veut que toute institution indépendante à laquelle est confiée une mission de service public doit rendre compte de ses actes devant ses citoyens et leurs représentants. Le principe de responsabilité est par conséquent une contrepartie importante de l'indépendance de la banque centrale.

L'engagement de la BCE en matière de responsabilité et de transparence est illustré par l'information qu'elle diffuse auprès des citoyens européens et de leurs représentants élus, le Parlement européen. 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 bien au-delà de ces exigences statutaires pour ce qui concerne l'information qu'elle diffuse régulièrement, par exemple en publiant un *Bulletin mensuel* et non uniquement un rapport trimestriel, comme cela lui est imposé. L'engagement de la BCE en matière de responsabilité et de transparence est également illustré par les nombreux discours prononcés par les membres du Conseil des gouverneurs, qui abordent un large éventail de sujets en rapport avec les missions de la BCE.

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, elle 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.

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'Eurosystème<sup>1</sup>. Le *Rapport annuel* de la BCE est également intégralement publié dans toutes les langues officielles de l'Union européenne<sup>2</sup>. 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'UE<sup>3</sup>. À des fins de responsabilité et de transparence vis-à-vis du public, la BCE publie également,

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

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.



## 2 LA RESPONSABILITÉ DEVANT LE PARLEMENT EUROPÉEN

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 (ECON) du Parlement européen en 2011. En outre, il a participé à la Conférence des présidents du Parlement européen en février 2011. Il a également pris part à une audition extraordinaire de l'ECON en août pour débattre de la crise financière et économique avec des membres du Parlement européen. En décembre 2011, il a présenté le *Rapport annuel 2010* de la BCE au Parlement européen réuni en session plénière.

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 2010* de la BCE à l'ECON. Gertrude Tumpel-Gugerell a été auditionnée en janvier 2011 par cette commission pour informer ses membres des questions relatives aux systèmes de paiement. Elle a également participé à une audition publique de l'ECON en avril 2011 sur l'Espace unique de paiement en euros (SEPA). Jürgen Stark a pris part à une audition publique sur la gouvernance économique organisée par l'ECON en octobre 2011. Conformément aux pratiques établies, une délégation de l'ECON s'est rendue à la BCE en décembre 2011 pour procéder à des échanges de vues avec les membres du Directoire.

Lors des échanges de vues auxquels ils ont procédé en 2011, les membres du Parlement européen et les représentants de la BCE ont examiné un large éventail de sujets. Le Parlement européen a exprimé son soutien à la BCE et à ses politiques dans de nombreux domaines. Il a reconnu le succès de la BCE

dans l'accomplissement de ses missions dans des circonstances difficiles et la conduite déterminée de sa politique durant la crise, et lui a également donné acte de ses contributions constantes et rigoureuses au renforcement de la gouvernance économique. Outre les évolutions macroéconomiques et la politique monétaire menée par la BCE, les principaux thèmes traités ont porté sur les causes, les conséquences et la résolution de la crise financière. De plus, un dialogue très fructueux s'est établi sur des questions liées à la gouvernance économique, et la question de la réglementation et de la surveillance financières a été également abordée.

### LA RÉOLUTION DE LA CRISE FINANCIÈRE ET ÉCONOMIQUE

Un thème de discussion très important entre la BCE et le Parlement européen en 2011 a été celui de la gestion de la crise financière et économique en cours (cf. la section 1 du chapitre 4). Le Parlement européen a salué à plusieurs reprises l'orientation déterminée adoptée par la BCE tout au long de la crise. Il a pris acte de la réussite de la BCE s'agissant du maintien de la stabilité des prix malgré des conditions macroéconomiques défavorables et a reconnu la nécessité des mesures non conventionnelles de politique monétaire. Le Parlement a également souligné l'importance que revêtent des finances publiques saines pour une reprise durable après la crise. Le Parlement s'est félicité de la mise en place d'un mécanisme permanent de gestion de crise, le Mécanisme européen de stabilité, et a insisté sur la nécessité de le rapprocher davantage du cadre de l'UE.

Lors de ses auditions devant le Parlement européen, le président de la BCE a rappelé la sévérité de la crise et souligné que les décisions prises par la BCE avaient été indispensables pour empêcher une nouvelle aggravation de la crise. Le président a également réaffirmé que la BCE continuerait de faire tout le nécessaire pour maintenir la stabilité des prix dans la zone euro et réaliser ainsi sa mission première. Il a salué le dialogue constructif avec la Commission spéciale sur la crise financière, économique et sociale, soulignant qu'il appartenait à la

BCE de contribuer grâce à son expertise aux débats parlementaires afin de favoriser les avancées dans des domaines essentiels au bon fonctionnement de l'UEM.

### **LA RÉFORME DE LA GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE DANS L'UE ET LA ZONE EURO**

La réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE et de la zone euro a occupé également une place prépondérante dans les discussions entre la BCE et le Parlement européen. Au cours de l'année, le Parlement européen a débattu d'un ensemble de six propositions législatives en ce sens présentées par la Commission européenne en septembre 2010. En outre, le Parlement européen prend part au processus de codécision concernant deux propositions législatives visant à renforcer encore la surveillance budgétaire dans la zone euro<sup>4</sup> qui ont été présentées par la Commission en novembre 2011. Le Parlement européen a également participé en qualité d'observateur au Groupe de travail sur une union pour la stabilité budgétaire, qui a discuté du projet de traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire (pour plus de précisions sur ces questions, cf. la section 1 du chapitre 4).

Au cours de ses auditions devant le Parlement européen, le président de la BCE s'est engagé dans un débat approfondi sur la nouvelle législation et a encouragé les parlementaires à adopter une approche ambitieuse. Il a mis l'accent sur l'importance d'une plus grande automaticité des procédures de décision dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Cette position fait suite aux appels formulés précédemment par la BCE en 2010 en faveur d'un saut qualitatif en matière de renforcement des fondements institutionnels de la gouvernance économique de l'UEM. Le président de la BCE a également salué la contribution du Parlement durant la procédure législative visant à renforcer encore les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance, en rendant notamment plus efficaces à la fois le Pacte et le nouveau cadre de surveillance des déséquilibres macroéconomiques grâce au recours au vote à la majorité qualifiée inversée. De plus, le

Parlement européen a prévu l'application d'amendes en cas de déclarations statistiques erronées. Enfin, le Parlement européen a prêté une attention particulière aux aspects de légitimité démocratique du nouveau cadre de gouvernance, en introduisant le concept de « dialogue économique » entre les autorités nationales et de l'UE et le Parlement européen.

### **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 (cf. la section 3 du chapitre 3). Le règlement sur les infrastructures de marché européennes et le règlement sur la vente à découvert et certains aspects des *swaps* de défaut ont figuré en tête du programme de l'ECON. Les débats législatifs relatifs à la troisième révision de la directive sur l'adéquation des fonds propres et à la révision de la législation relative aux agences de notation de crédit ont également débuté. À plusieurs reprises, les avantages et les inconvénients potentiels d'une taxe sur les transactions financières ont été discutés.

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. Le Président 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. En ce qui concerne le règlement sur les infrastructures de marché européennes, il a exprimé sa préférence pour un accord de coopération et de partage d'information entre autorités de surveillance sous une forme collégiale plutôt que sous la forme de procédures bilatérales. Il a souligné l'importance de la mise

<sup>4</sup> Propositions de règlement établissant des dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et pour la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro, et de règlement relatif au renforcement de la surveillance économique et budgétaire des États membres connaissant ou risquant de connaître de sérieuses difficultés du point de vue de leur stabilité financière au sein de la zone euro.

en place de mécanismes de résolution bancaire solides, qui limiteraient les coûts associés à une défaillance bancaire dans le cas d'un groupe transfrontalier. Sur toutes ces questions, le président de la BCE a souligné l'importance de créer des conditions de concurrence équitables et d'éviter l'arbitrage réglementaire.

Les avis de la BCE sur les propositions législatives de l'UE entrant dans son champ de compétences (cf. la section 6 du chapitre 2) ont également constitué une source de conseils techniques pour les membres du Parlement européen.

### 3 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 2011, 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, en s'attachant plus particulièrement à la crise de la dette souveraine en Europe ainsi qu'aux mesures arrêtées par le Conseil des gouverneurs et mises en œuvre par l'Eurosystème. Dans leur grande majorité, les allocutions publiques prononcées par les membres du Directoire ont traité de ces sujets, sur lesquels ont également porté la plupart des demandes d'information et des questions reçues de la presse, du public et des visiteurs de la BCE. Les activités du Conseil européen du risque systémique au cours de sa première année, et notamment le soutien que lui a apporté la BCE, 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, 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*, publication semestrielle 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 son site internet, 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 2011, les membres du Directoire ont prononcé environ 150 allocutions devant des publics très divers et accordé quelque 240 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 clé 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 autres 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 2011, la BCE a organisé 16 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 13 500 visiteurs dans ses locaux, à Francfort, en 2011. Les visiteurs ont obtenu des informations de première main, sous la forme de présentations données par des membres du personnel 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 2011, le site internet a reçu 27 millions de visites ; 224 millions de pages ont été consultées et 57 millions de documents ont été téléchargés. En 2011, 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. Le jeu éducatif en ligne « ECONOMIA », lancé en 2010, a été adapté pour les appareils mobiles et a remporté le premier prix de la catégorie des jeux d'entreprise dans le cadre du *Deutscher Preis für Onlinekommunikation*.

Un certain nombre de conférences internationales de haut niveau ont été organisées en 2011, parmi lesquelles une conférence intitulée « *European integration and stability* », organisée en l'honneur de Gertrude Tumpel-Gugerell le 19 mai 2011 et la manifestation officielle du 19 octobre 2011 marquant la fin du mandat de Jean-Claude Trichet en tant que président de la BCE.

Le « *Generation Euro Students' Award*, » qui s'adresse aux lycéens de la zone euro, a été lancé le 1<sup>er</sup> octobre 2011. Ce concours, qui aura lieu chaque année, a pour objectif à long terme d'améliorer la culture économique des adolescents et de leur permettre de mieux comprendre le rôle d'une banque centrale dans l'économie. Le premier concours couvre l'année scolaire 2011/2012 et s'achèvera par une cérémonie européenne de remise des prix mi-2012.

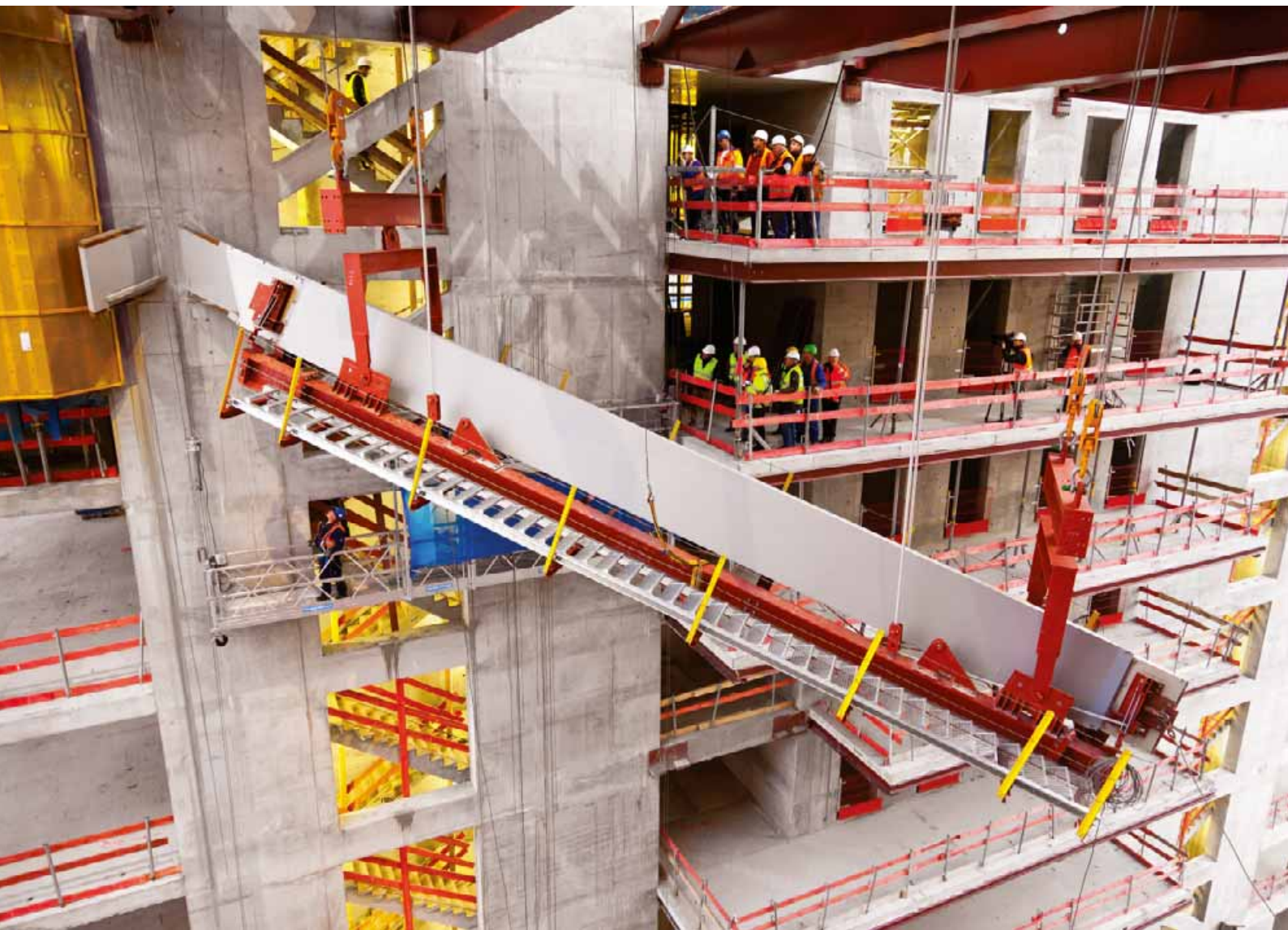
En novembre 2011, un tableau chronologique des principales dates et des événements marquants de la crise financière a été publié sur le site internet de la BCE. Ce tableau a pour objet de satisfaire l'important besoin d'information sur le déroulement de la crise exprimé par les médias et le grand public. Il présente, sous une forme conviviale et compacte, un résumé des principaux événements liés à la crise financière et de la dette souveraine du point de vue de la BCE.

La préparation du dixième anniversaire de l'introduction des billets et pièces en euros, le 1<sup>er</sup> janvier 2012, a donné lieu à l'élaboration d'un film commémoratif, d'un dossier de presse, de séquences vidéo sur la production des billets et pièces en euros, d'outils pédagogiques et d'un concours destiné aux enfants de neuf à douze ans. En outre, dans le cadre des actions

de communication sur les billets de banque, l'Exposition itinérante sur l'euro, présentant un éventail d'éléments et de jeux interactifs, a été accueillie à Bucarest, à Paris et à Sofia. Elle a été organisée par la BCE en collaboration avec les BCN et d'autres institutions, telles que des musées. À fin 2011, quelque 226 000 personnes avaient visité l'exposition sur l'euro depuis sa création en 2008.

En 2011, les journées culturelles de la BCE ont été consacrées à l'Italie et organisées en coopération avec la Banca d'Italia. L'art et la culture de l'Italie ont été célébrés du 19 octobre au 17 novembre en des lieux culturels réputés de Francfort au travers d'une grande variété de manifestations telles que des concerts de musique classique, une soirée jazz, des manifestations littéraires et des projections de films, des spectacles de danse, des conférences sur l'art et des expositions artistiques, ainsi que des événements pour les enfants. L'initiative des journées culturelles a été lancée en 2003 en vue de développer l'ouverture culturelle, et de donner aux habitants de Francfort et aux visiteurs de sa région un aperçu de la culture d'un État membre de l'UE différent chaque année.





En novembre 2011, la première ossature métallique (il y en aura 14 au total) a été installée dans l'atrium, entre les deux tours. Avec les plates-formes de jonction, ces ossatures de métal réuniront les deux tours.

## CHAPITRE 7

# LE CADRE INSTITUTIONNEL ET L'ORGANISATION



# I LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE

## I.1 L'EUROSYSTÈME ET LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES

L'Eurosystème est le système de 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<sup>er</sup> janvier 2011). Le terme d'« Eurosystème », désormais inscrit dans le traité de Lisbonne, a 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. 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 respectifs<sup>1</sup>. 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 2011, deux réunions se sont tenues en dehors de Francfort, l'une étant organisée par la Suomen Pankki – Finlands Bank à Helsinki et l'autre par la Deutsche Bundesbank à Berlin. 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.

## 1.3 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 ;

<sup>1</sup> 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 ; 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.

## LE CONSEIL DES GOUVERNEURS

### Au premier rang

#### (de gauche à droite) :

Carlos Costa, Yves Mersch,  
Vitor Constâncio, Mario Draghi,  
José Manuel González-Páramo,  
Benoît Cœuré, Marko Kranjec,  
Jörg Asmussen

### Au deuxième rang

#### (de gauche à droite) :

Erkki Liikanen, Ignazio Visco,  
Ewald Nowotny, Miguel Fernández  
Ordóñez, Josef Bonnici,  
Patrick Honohan, Jozef Makúch,  
Christian Noyer

### Au troisième rang

#### (de gauche à droite) :

Luc Coene, George A. Provopoulos,  
Athanasios Orphanides, Klaas Knot,  
Jens Weidmann, Peter Praet,  
Andres Lipstok



#### **Mario Draghi**

Président de la BCE  
(à compter du 1<sup>er</sup> novembre 2011)  
Gouverneur, Banca d'Italia  
(jusqu'au 31 octobre 2011)

#### **Jean-Claude Trichet**

Président de la BCE  
(jusqu'au 31 octobre 2011)

#### **Vítor Constâncio**

Vice-président de la BCE

#### **Jörg Asmussen**

Membre du Directoire de la BCE  
(à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012)

#### **Lorenzo Bini Smaghi**

Membre du Directoire de la BCE  
(jusqu'au 31 décembre 2011)

#### **Michael C. Bonello**

Gouverneur, Central Bank of Malta  
(jusqu'au 30 juin 2011)

#### **Josef Bonnici**

Gouverneur, Central Bank of Malta  
(à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2011)

#### **Luc Coene**

Gouverneur, Banque Nationale de Belgique  
(à compter du 1<sup>er</sup> avril 2011)

#### **Benoît Cœuré**

Membre du Directoire de la BCE  
(à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012)

#### **Carlos Costa**

Gouverneur, Banco de Portugal

#### **Miguel Fernández Ordóñez**

Gouverneur, Banco de España

#### **José Manuel González-Páramo**

Membre du Directoire de la BCE

#### **Patrick Honohan**

Gouverneur, Central Bank of Ireland

#### **Klaas Knot**

Président, De Nederlandsche Bank  
(à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2011)

#### **Marko Kranjec**

Gouverneur, Banka Slovenije

#### **Erkki Liikanen**

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

#### **Andres Lipstok**

Gouverneur, Eesti Pank

#### **Jozef Makúch**

Gouverneur, Národná banka Slovenska

#### **Yves Mersch**

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

#### **Ewald Nowotny**

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

#### **Christian Noyer**

Gouverneur, Banque de France

#### **Athanasios Orphanides**

Gouverneur, Banque centrale de Chypre

#### **Peter Praet**

Membre du Directoire de la BCE  
(à compter du 1<sup>er</sup> juin 2011)

#### **George A. Provopoulos**

Gouverneur, Banque de Grèce

#### **Guy Quaden**

Gouverneur, Banque Nationale de Belgique  
(jusqu'au 31 mars 2011)

#### **Jürgen Stark**

Membre du Directoire de la BCE  
(jusqu'au 31 décembre 2011)

#### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

Membre du Directoire de la BCE  
(jusqu'au 31 mai 2011)

#### **Ignazio Visco**

Gouverneur, Banca d'Italia  
(à compter du 1<sup>er</sup> novembre 2011)

#### **Axel A. Weber**

Président, Deutsche Bundesbank  
(jusqu'au 30 avril 2011)

#### **Jens Weidmann**

Président, Deutsche Bundesbank  
(à compter du 1<sup>er</sup> mai 2011)

#### **Nout Wellink**

Président, De Nederlandsche Bank  
(jusqu'au 30 juin 2011)

- 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.

#### 1.4 LE CONSEIL GÉNÉRAL

Le Conseil général se compose du président et du vice-président de la BCE, ainsi que

#### LE DIRECTOIRE



**Au deuxième rang  
(de gauche à droite) :**  
Jörg Asmussen, Peter Praet,  
Benoît Cœuré

**Au premier rang  
(de gauche à droite) :**  
Vítor Constâncio (vice-président),  
Mario Draghi (président),  
José Manuel González-Páramo

**Mario Draghi**  
Président de la BCE  
(à compter du 1<sup>er</sup> novembre 2011)

**Jean-Claude Trichet**  
Président de la BCE  
(jusqu'au 31 octobre 2011)

**Vítor Constâncio**  
Vice-président de la BCE

**Jörg Asmussen**  
Membre du Directoire  
(à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012)

**Lorenzo Bini Smaghi**  
Membre du Directoire  
(jusqu'au 31 décembre 2011)

**Benoît Cœuré**  
Membre du Directoire  
(à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012)

**José Manuel González-Páramo**  
Membre du Directoire

**Peter Praet**  
Membre du Directoire  
(à compter du 1<sup>er</sup> juin 2011)

**Jürgen Stark**  
Membre du Directoire  
(jusqu'au 31 décembre 2011)

**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
Membre du Directoire  
(jusqu'au 31 mai 2011)

## LE CONSEIL GÉNÉRAL

### Au premier rang

#### (de gauche à droite) :

Ewald Nowotny, Ilmārs Rimšēvičs,  
Athanasios Orphanides,  
Vítor Constâncio, Mario Draghi,  
Miguel Fernández Ordóñez, Luc Coene

### Au deuxième rang

#### (de gauche à droite) :

Erkki Liikanen,  
Carlos Costa, Yves Mersch,  
Christian Noyer, Jozef Makúch,  
Marko Kranjec, Stefan Ingves,  
Mugur Constantin Isărescu

### Au troisième rang

#### (de gauche à droite) :

Marek Belka, Ignazio Visco,  
Nils Bernstein, Klaas Knot,  
Miroslav Singer, Andres Lipstok,  
András Simor, Patrick Honohan

Note : Josef Bonnici, Ivan Iskrov,  
Mervyn King, George A. Provopoulos,  
Vitas Vasiliauskas et Jens Weidmann,  
empêchés, ne figurent pas sur la  
photographie.



#### **Mario Draghi**

Président de la BCE  
(à compter du 1<sup>er</sup> novembre 2011)

Gouverneur, Banca d'Italia  
(jusqu'au 31 octobre 2011)

#### **Jean-Claude Trichet**

Président de la BCE  
(jusqu'au 31 octobre 2011)

#### **Vítor Constâncio**

Vice-président de la BCE

#### **Marek Belka**

Président, Narodowy Bank Polski

#### **Nils Bernstein**

Gouverneur, Danmarks Nationalbank

#### **Michael C. Bonello**

Gouverneur, Central Bank of Malta  
(jusqu'au 30 juin 2011)

#### **Josef Bonnici**

Gouverneur, Central Bank of Malta  
(à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2011)

#### **Luc Coene**

Gouverneur, Banque Nationale de Belgique  
(à compter du 1<sup>er</sup> avril 2011)

#### **Carlos Costa**

Gouverneur, Banco de Portugal

#### **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

#### **Klaas Knot**

Président, De Nederlandsche Bank  
(à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2011)

#### **Marko Kranjec**

Gouverneur, Banka Slovenije

#### **Erkki Liikanen**

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

#### **Andres Lipstok**

Gouverneur, Eesti Pank

#### **Jozef Makúch**

Gouverneur, Národná banka Slovenska

#### **Yves Mersch**

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

#### **Ewald Nowotny**

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

#### **Christian Noyer**

Gouverneur, Banque de France

#### **Athanasios Orphanides**

Gouverneur, Banque centrale de Chypre

#### **George A. Provopoulos**

Gouverneur, Banque de Grèce

#### **Guy Quaden**

Gouverneur, Banque Nationale de Belgique  
(jusqu'au 31 mars 2011)

#### **Ilmārs Rimšēvičs**

Gouverneur, Latvijas Banka

#### **Reinoldijus Šarkinas**

Président du Conseil d'administration, Lietuvos bankas  
(jusqu'au 15 avril 2011)

#### **András Simor**

Gouverneur, Magyar Nemzeti Bank

#### **Miroslav Singer**

Gouverneur, Česká národní banka

#### **Vitas Vasiliauskas**

Président du Conseil d'administration, Lietuvos bankas  
(à compter du 16 avril 2011)

#### **Ignazio Visco**

Gouverneur, Banca d'Italia  
(à compter du 1<sup>er</sup> novembre 2011)

#### **Axel A. Weber**

Président, Deutsche Bundesbank  
(jusqu'au 30 avril 2011)

#### **Jens Weidmann**

Président, Deutsche Bundesbank  
(à compter du 1<sup>er</sup> mai 2011)

#### **Nout Wellink**

Président, De Nederlandsche Bank  
(jusqu'au 30 juin 2011)

des gouverneurs des BCN de l'ensemble des vingt-sept États membres de l'UE. Il accomplit principalement les missions reprises de l'Institut monétaire européen qui doivent toujours être effectuées dans la mesure où tous les États membres n'ont pas adopté l'euro. Ces missions consistent notamment à renforcer la coopération entre les BCN, à favoriser la coordination des politiques monétaires des États membres afin de garantir la stabilité des prix et à surveiller le fonctionnement du MCE II. De plus, il rend compte au Conseil de l'Union européenne (Conseil de l'UE), sous la forme du *Rapport sur la convergence* de la BCE, des progrès réalisés par les États membres n'ayant pas encore adopté l'euro dans l'accomplissement de leurs obligations pour la réalisation de l'Union économique et monétaire. Il contribue également aux fonctions consultatives de la BCE. En 2011, le Conseil général a tenu ses quatre réunions trimestrielles.

## 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

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

### LES COMITÉS DE L'EUROSYSTÈME/DU SEBC, LE COMITÉ DE PILOTAGE INFORMATIQUE DE L'EUROSYSTÈME, LE COMITÉ BUDGÉTAIRE, LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES ET LEURS PRÉSIDENTS<sup>1)</sup>

Comité de la comptabilité et du revenu monétaire (AMICO)  
Werner Studener

Comité des billets (BANCO)  
Ton Roos

Comité de méthodologie des coûts (COMCO)  
N.N.

Comité Eurosystème/SEBC de la communication (ECCO)  
Elisabeth Ardaillon-Poirier

Comité de stabilité financière (FSC)  
Mauro Grande

Comité des systèmes d'information (ITC)  
Koenraad de Geest

Comité des auditeurs internes (IAC)  
Klaus Gressenbauer

Comité budgétaire (BUCOM)  
José Malo de Molina

Comité de pilotage informatique de l'Eurosystème (EISC)  
Benoît Cœuré

Comité des relations internationales (IRC)  
Wolfgang Duchatzek

Comité juridique (LEGGO)  
Antonio Sáinz de Vicuña

Comité des opérations de marché (MOC)  
Francesco Papadia

Comité de la politique monétaire (MPC)  
Wolfgang Schill

Comité des systèmes de paiement et de règlement (PSSC)  
Daniela Russo

Comité de gestion des risques (RMC)  
Carlos Bernadell

Comité des statistiques (STC)  
Aurel Schubert

Conférence sur les ressources humaines (HRC)  
Steven Keuning

1) Au 17 février 2012

compétents peuvent également être invités, comme les autorités nationales de surveillance dans le cas de l'ancien Comité de la surveillance bancaire. Le 13 janvier 2011, 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. Au 31 décembre 2011, quatorze comités de l'Eurosystème/du SEBC avaient été créés en application de l'article 9.1 du règlement intérieur de la BCE.

Il existe également trois autres comités. 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 appliqué<sup>2</sup>. 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 de l'UE sur la base de critères de sélection harmonisés, cohérents et transparents.

### 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) a pour mission première d'assurer la gestion de ses risques et de garantir l'efficacité et l'efficacité 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.

En 2011, la BCE 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 a continué de procéder régulièrement à des tests et à un réexamen des dispositifs de continuité opérationnelle pour ses opérations critiques. De plus, en 2011, la BCE a réexaminé son cadre de gestion des crises et mis en place un programme de formation pour

2 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.

l'équipe chargée de la gestion des crises. En coopération avec les BCN, la BCE a lancé une analyse d'impact sur l'activité afin de déterminer les contraintes de délais pesant sur les fonctions de l'Eurosystème.

Le Comité de gestion des risques (RMC) aide les organes de décision à assurer à l'Eurosystème un niveau de protection approprié en gérant et en contrôlant les risques résultant de ses opérations de marché. En 2011, le Comité de gestion des risques a débattu de l'évaluation des risques liés aux opérations de politique monétaire et à la gestion des réserves de change de la BCE. Il s'est également attaché aux risques impliqués par les diverses options permettant de remédier à la détérioration des conditions de liquidité des banques dans les pays en difficulté, à la surveillance de la solidité financière des contreparties de l'Eurosystème ainsi qu'à la fixation des références stratégiques et à la répartition par devises des réserves de change de la BCE.

En juillet 2011, la BCE a transformé sa division Gestion des risques en Bureau de la gestion des risques, créant ainsi une unité indépendante. Le Bureau de la gestion des risques est responsable du dispositif de gestion des risques pour toutes les opérations de la BCE sur les marchés financiers. Il est également chargé de contrôler et d'évaluer, du point de vue de la gestion des risques, le cadre opérationnel de l'Eurosystème pour la politique monétaire et la politique de change et de proposer des améliorations. Ce changement organisationnel a été justifié par un accroissement significatif du rôle de la fonction de gestion des risques dans les banques centrales en général (et à la BCE en particulier). Il a également reflété l'orientation donnée par le Conseil des gouverneurs à toutes les banques centrales de l'Eurosystème selon laquelle les dispositifs de *reporting* destinés à rendre compte aux membres du Directoire responsables des opérations de marché et à ceux en charge de la fonction de gestion des risques doivent être distincts. Cette évolution organisationnelle est conforme aux meilleures pratiques de gouvernance préconisant une conduite

indépendante de la fonction de gestion des risques au sein des organisations financières.

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, placée sous la responsabilité directe du Directoire. Conformément au mandat défini dans la Charte d'audit de la BCE<sup>3</sup>, les auditeurs internes de la BCE, qui fournissent des services d'audit et de conseil indépendants et objectifs, 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<sup>4</sup>. Il reflète leur

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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



responsabilité en matière de maintien de l'intégrité et de la réputation de l'Eurosystème ainsi que de l'efficacité de ses opérations. 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 Directoire<sup>5</sup>. Il complète l'autre code de conduite en détaillant les règles de déontologie que les membres du Directoire doivent respecter.

Le cadre d'éthique professionnelle applicable aux membres du personnel de la BCE<sup>6</sup> fournit des orientations et établit 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 de l'UE ont adopté un règlement<sup>7</sup> 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 2004, le Conseil des gouverneurs a adopté une décision<sup>8</sup>, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2004, concernant les conditions et modalités des enquêtes menées par l'OLAF à la BCE.

#### PROGRAMME 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 BCE. Dans ce contexte, une attention particulière est accordée aux mesures restrictives adoptées par l'UE et aux déclarations publiques formulées par le GAFI. En septembre 2011, une disposition prévoyant que les contreparties sont réputées connaître, et respecter, toutes les obligations qui leur sont imposées par la réglementation AML/CTF a été introduite dans la *Documentation générale*<sup>9</sup>. Un système de déclaration interne complète le dispositif AML/CTF de la BCE afin de garantir que toutes les informations pertinentes

5 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

6 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

7 Règlement (CE) n° 1073/1999 du Parlement européen et du Conseil du 25 mai 1999 concernant les enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), JO L 136 du 31.05.1999

8 Décision BCE/2004/11 du 3 juin 2004 relative aux conditions et modalités des enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude au sein de la Banque centrale européenne en matière de lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés européennes et portant modification des Conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne, JO L 230 du 30.06.2004

9 *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro – Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*, BCE, septembre 2011

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 documents<sup>10</sup>, adoptée en 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 BCE<sup>11</sup>. En 2011, la BCE a modifié sa décision relative à l'accès du public à ses documents afin de prendre en compte ses nouvelles activités se rapportant au CERS<sup>12</sup>.

En 2011, les demandes d'accès formulées par le public sont restées limitées.

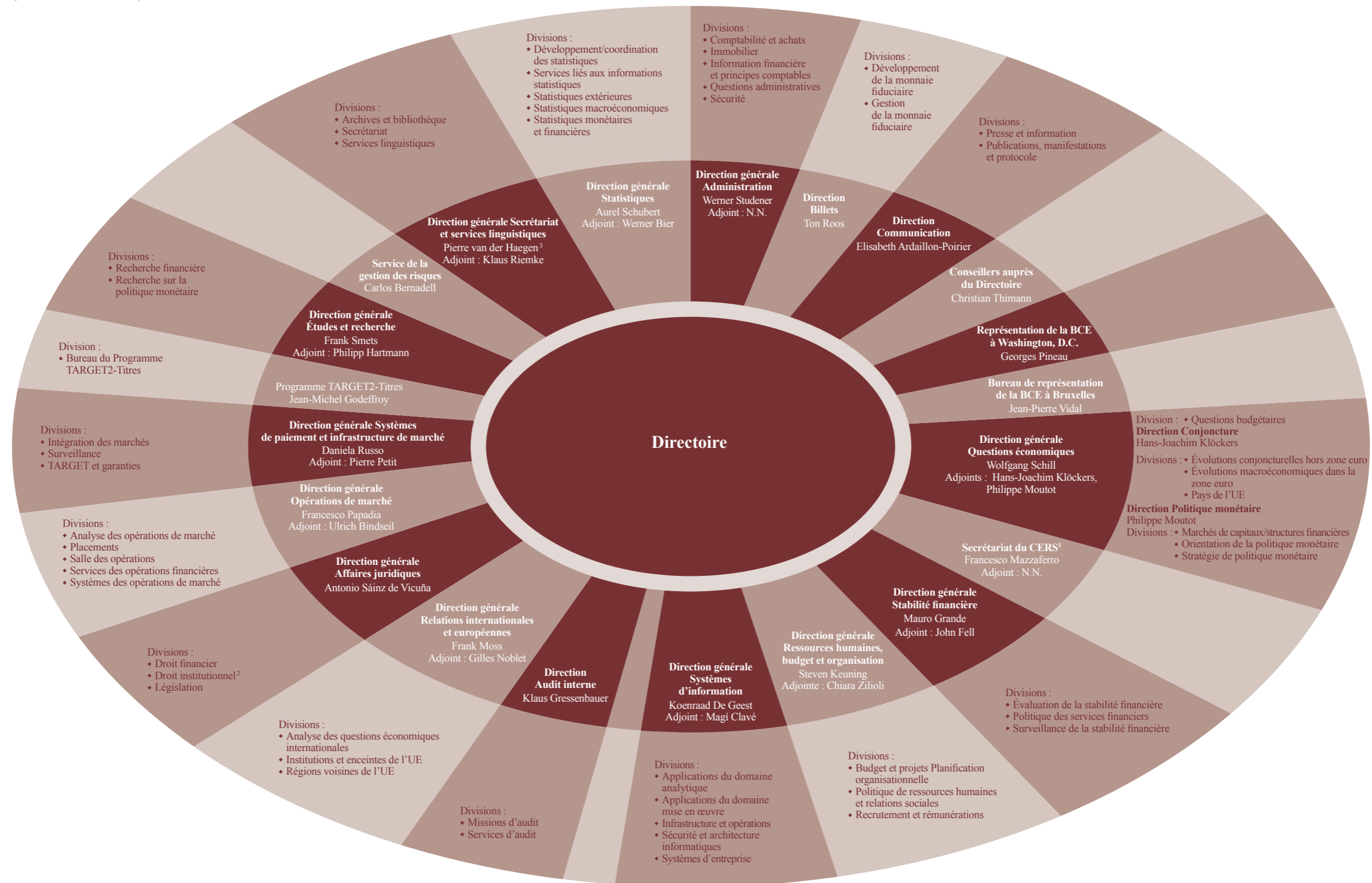
10 Décision BCE/2004/3 du 4 mars 2004 relative à l'accès du public aux documents de la BCE, JO L 80 du 18.03.2004

11 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.

12 Décision BCE/2011/6 du 9 mai 2011 modifiant la décision BCE/2004/3 relative à l'accès du public aux documents de la BCE, JO L 158 du 16.06.2011



**L'ORGANIGRAMME DE LA BCE**  
(au 31 décembre 2011)



<sup>1</sup> Fait rapport au président de la BCE en sa qualité de président du CERS  
<sup>2</sup> Y compris les activités liées à la protection des données  
<sup>3</sup> Secrétaire du Directoire, du Conseil des gouverneurs et du Conseil général

## 2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION

### 2.1 LA GESTION DES RESSOURCES HUMAINES

En 2011, 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 CULTURE D'ENTREPRISE

En 2011, les évolutions relatives à la culture d'entreprise de la BCE ont essentiellement porté sur la diversité et l'éthique professionnelle. La BCE a organisé un forum de haut niveau sur la diversité en mars 2011, et a renforcé le suivi régulier des données relatives à la diversité liée au genre. En ce qui concerne l'éthique professionnelle, les efforts d'intégration du cadre d'éthique applicable aux membres du personnel dans la culture d'entreprise de la BCE se sont poursuivis.

#### LA POLITIQUE DE RECRUTEMENT

Le 31 décembre 2011, le nombre total d'agents en équivalent temps plein titulaires d'un contrat de travail à la BCE était de 1 609 (1 607 au 31 décembre 2010)<sup>13</sup>. Un total de 55 nouveaux contrats à durée déterminée (convertibles ou non en contrats à durée indéterminée) ont été proposés en 2011. Par ailleurs, 38 agents bénéficiant de contrats à durée déterminée ou indéterminée ont quitté la BCE en 2011 (28 en 2010) par démission ou départ en retraite. En outre, 147 contrats à court terme ont été conclus en 2011 (en plus de la prorogation de certains contrats) pour pallier les absences d'une durée inférieure à un an, tandis que 123 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 2011, 152 agents des BCN et des organisations internationales travaillaient à la BCE, où ils occupaient diverses fonctions, soit 4 % de moins qu'en 2010.

En septembre 2011, la BCE a accueilli le sixième groupe de participants à son *Graduate Programme*. Les participants, qui sont de jeunes diplômés d'universités de premier plan, ont une formation universitaire diversifiée 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. Au 31 décembre 2011, la BCE comptait 108 stagiaires (17 % de plus qu'en 2010). La BCE a également offert six postes de recherche au titre du programme de parrainage Wim Duisenberg, qui est ouvert à des économistes de premier plan, et quatre postes à 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 à favoriser la mobilité interne en mettant l'accent sur une large palette de compétences. En 2011, 237 agents, dont 64 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 de mobilité 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.

<sup>13</sup> Outre les contrats relatifs à des postes en équivalent temps plein, ce chiffre inclut 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*.

En 2011, six 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 27 nouveaux agents afin qu'ils puissent poursuivre des études ou prendre des fonctions dans une autre organisation. À fin décembre 2011, le nombre total d'agents en congé sans solde était de 55 (contre 45 en 2010).

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, des services de *coaching* ont été proposés et les cadres dirigeants et les membres du personnel 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 cadres de premier niveau (59 chefs de division adjoints/chefs de section) ont également participé à un exercice structuré de rétrocession d'informations en 2011, au cours duquel des collègues (membres du personnel et assimilés) et des contreparties extérieures ont répondu à un questionnaire portant sur les compétences des cadres dirigeants en matière de gestion et de direction. Au total, le retour d'information a été très positif. Les résultats ont ensuite été analysés avec la collaboration de coachs extérieurs, et des plans d'action individuels ont été élaborés afin de continuer à améliorer les performances individuelles des cadres dirigeants.

#### **LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES**

En 2011, 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 l'organisation de plusieurs stages au sein du SEBC et la mobilité au sein du SEBC. La Communauté de formation et de développement du SEBC, une plateforme électronique permettant d'accéder aux offres de formation et de mobilité au sein du

SEBC, a été lancée en avril 2011, dans l'optique de poursuivre l'amélioration de la coopération intra-SEBC. Pour 2012, le calendrier des formations prévoit au total 46 stages SEBC, qui se tiendront dans vingt-trois banques centrales. Trois nouvelles formations SEBC seront lancées en 2012.

#### **LES CONDITIONS D'EMPLOI**

Les conditions d'emploi à la BCE sont conçues pour être attractives et pour respecter l'équilibre entre les besoins du personnel et ceux de l'institution. En 2011, la BCE a revu ses dispositions en matière de congés. Elle a introduit un allongement du congé de paternité à la suite de la naissance ou de l'adoption d'un enfant. En outre, le congé pour adoption a été allongé, et le délai minimal de préavis relatif à une demande de congé parental sans solde et de congé sans solde a été réduit. Un Comité sur la sécurité et la santé au travail a également été créé afin d'associer les représentants du personnel aux discussions concernant les questions de sécurité et de santé à la BCE.

S'agissant de la politique concernant le temps de travail, fin 2011, 193 agents travaillaient à temps partiel, soit légèrement plus qu'en 2010. Le nombre d'agents en congé parental sans solde s'élevait à 33 au 31 décembre 2011 (contre 24 en 2010). Le projet pilote de télétravail, lancé en 2008, a été prolongé sur l'année 2011. En parallèle, une consultation relative à une politique permanente en matière de télétravail s'est déroulée. La nouvelle politique entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> février 2012. En 2011, environ 309 agents en moyenne ont télétravaillé chaque mois. Sur l'ensemble de 2011, 826 agents ont pratiqué le télétravail au moins une fois.

#### **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 2011, la BCE a consulté et a échangé des informations avec les représentants du personnel sur des changements relatifs à la

rémunération, à l'emploi, aux conditions de travail, aux conditions de santé et de sécurité, et aux retraites. Dans ce contexte, 219 lettres ont été échangées. En outre, la BCE a continué d'entretenir un dialogue régulier avec les représentants du personnel sur l'emploi et les questions sociales.

Une discussion avec le syndicat représentatif IPSO<sup>14</sup> a conduit à la signature d'un addendum à l'accord de 2008 entre la BCE et ce syndicat, comprenant plusieurs dispositions visant à améliorer encore le dialogue social à la BCE.

### 2.3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC

Le Dialogue social au sein du SEBC est une instance consultative à laquelle participent la BCE, les représentants du personnel des banques centrales du SEBC et les fédérations syndicales européennes<sup>15</sup>. Il a pour objet de fournir des informations et de favoriser des échanges de vues sur 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.

En 2011, la réunion au titre du Dialogue social au sein du SEBC a été consacrée principalement à la formation et au développement des compétences des personnels du SEBC et de l'Eurosystème, à la stabilité financière, à la gouvernance des projets informatiques et à la gestion des risques. Ont également été examinées des questions relatives à la production de billets de banque et à la circulation fiduciaire, aux opérations de marché ainsi qu'aux systèmes de paiement.

Le groupe de travail *ad hoc* sur la production de billets de banque et la circulation fiduciaire a continué de traiter des questions techniques venant en complément de celles examinées 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 en mars et

en novembre 2011 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.

### 2.4 L'OFFICE DE COORDINATION DES ACHATS DE L'EUROSYSTÈME

L'objectif de l'Office de coordination des achats de l'Eurosystème (*Eurosystem Procurement Coordination Office – EPCO*) est d'assurer une coordination efficace des achats conjoints de biens et de services par les banques centrales du SEBC s'étant engagées à participer à ses activités pendant son premier mandat (2008-2012)<sup>16</sup>, et de continuer à améliorer les pratiques d'achats de référence de ces banques centrales. Le réseau d'experts de banques centrales dans le domaine des achats, placé sous la coordination de l'EPCO, s'est réuni six fois en 2011.

Le troisième programme d'achats conjoints de l'EPCO a été mis en œuvre en 2011. Les procédures conjointes en matière de transport aérien pour se rendre aux réunions du SEBC et les réservations groupées de chambres d'hôtel ont été renouvelées et la procédure conjointe relative aux activités de consultant en systèmes d'information a été finalisée. En outre, huit autres procédures conjointes sont en voie d'achèvement (dans les domaines des données de marché, des notations et des technologies de l'information). En 2011, l'EPCO a également fourni un appui aux banques centrales de l'Eurosystème dans les activités liées aux achats, conduisant à deux projets du SEBC, à savoir la plate-forme commune de tarification et TARGET2-Titres.

<sup>14</sup> IPSO: *International and European Public Services Organisation*

<sup>15</sup> Le Comité permanent des syndicats des banques centrales nationales (*Standing Committee of European Central Bank Unions – SCECBU*), le *Union Network International – Europa (UNI-Europa Finance)* et la Fédération européenne des syndicats de la fonction publique (*European Federation of Public Service Unions – EPSU*)

<sup>16</sup> En 2011, outre les banques centrales de l'Eurosystème, Magyar Nemzeti Bank, Narodowy Bank Polski et Banca Națională a României ont participé aux activités de l'EPCO.

## 2.5 LE NOUVEAU SITE DE LA BCE

Les travaux d'édification des différents bâtiments du nouveau site de la BCE ont progressé de façon visible en 2011, la structure de la tour s'élevant progressivement au-dessus du sol depuis février 2011. Le coulage du béton de la nouvelle dalle de fondation de la *Grossmarkthalle* (l'ancien marché de gros), ainsi que les travaux de gros œuvre du nouveau sous-sol et du nouveau rez-de-chaussée à l'intérieur de l'ancienne halle, ont été achevés. Les travaux de gros œuvre relatifs au concept de future « maison dans la maison » ont commencé, et la rénovation des coquilles du toit et de la façade quadrillée en béton sont en cours. Les travaux de rénovation de la façade du bâtiment correspondant à l'aile ouest ont débuté au printemps, tandis que ceux de la façade de l'aile est ont été achevés à l'automne. À la fin de l'été, de nouvelles vitres ont commencé à être installées sur les châssis métalliques d'origine rénovés de l'escalier nord. Le gros œuvre du parking souterrain destiné au personnel a été achevé à l'été, tandis que l'ossature du centre logistique a été finalisée à l'automne. Les travaux de gros œuvre relatifs aux deux points d'entrée et de contrôle ont également avancé. La construction de la structure en acier du nouveau bâtiment d'entrée reliant l'ancienne halle à la tour a débuté fin 2011.

En février 2011, le contrat relatif aux travaux de gros œuvre restant à réaliser pour la tour a été attribué à Ed. Züblin AG. Depuis l'automne, les travaux de gros œuvre ont progressé au rythme d'un étage par semaine, atteignant à la fin de l'année le 21ème étage pour les deux tours. Les premières grandes ossatures métalliques de l'atrium reliant les deux parties de la tour de bureaux ont été mises en place en novembre 2011.

Les appels d'offres pour les contrats relatifs aux travaux restants – qui représentent environ 20 % des coûts de construction – ont été lancés à l'été 2010. Ils portent principalement sur les travaux d'aménagement et de paysagisme. Les divers contrats ont été attribués entre mai

et décembre 2011. Cette campagne d'appels d'offres a été, comme les précédentes, conforme au budget alloué et au calendrier. La date d'achèvement du nouveau siège demeure inchangée et est prévue pour fin 2013, l'emménagement de la BCE intervenant ensuite, c'est-à-dire en 2014.

## 2.6 LES QUESTIONS ENVIRONNEMENTALES

La BCE s'efforce d'utiliser les ressources naturelles de façon raisonnée afin de préserver la qualité de l'environnement et de protéger la santé humaine. Elle a mis en place une politique environnementale et s'attache à améliorer constamment sa performance en matière d'environnement et à réduire son empreinte écologique à son minimum. Dans un souci constant de soutenabilité environnementale, la BCE a mis en place un Système de gestion environnementale (*Environmental Management System*) conforme à la norme internationale EN ISO 14001 et au règlement (CE) n° 1221/2009 du Parlement européen et du Conseil concernant la participation volontaire des organisations à un système communautaire de management environnemental et d'audit. En 2011, le Système de gestion environnementale a passé avec succès son premier audit de surveillance. Une comparaison des données de 2009 et 2010 montre une nouvelle réduction, de 7,8 %, des émissions de carbone au cours de cette période. Les émissions de carbone provenant essentiellement de la production d'électricité, du chauffage et de la climatisation, la BCE est passée à une électricité entièrement issue de sources d'énergies locales et renouvelables (énergie hydraulique, tirée du Main) et des améliorations des infrastructures techniques de son siège ont été entreprises. Entre 2008 et fin 2011, les émissions de carbone de la BCE ont été réduites d'environ un tiers.

En outre, des mesures ont continué d'être adoptées dans le cadre du programme environnemental mis en œuvre par la BCE et visant à constamment améliorer sa performance environnementale. Un guide d'achats soutenables



a été élaboré et sa mise en œuvre a débuté par une phase pilote. En octobre 2011, une « journée verte » a été organisée pour informer le personnel de la politique de la BCE en la matière et à l'encourager à y apporter une contribution active. Une attention spéciale est portée à l'établissement de caractéristiques de soutenabilité les plus récentes dans les plans de fonctionnement et de maintenance du nouveau site de la BCE.

## **2.7 LA GESTION DES SERVICES INFORMATIQUES**

Les projets menés par la direction générale des Systèmes d'information ont principalement porté sur la finalisation des solutions techniques nécessaires au fonctionnement du secrétariat du CERS et à la mise en œuvre de modifications urgentes d'un certain nombre d'applications servant à la mise en œuvre des décisions prises suite à la crise financière. Des travaux supplémentaires ont été entrepris afin de fournir un meilleur support à la gestion des réserves de change, des fonds propres, des opérations de politique monétaire et des garanties de la BCE. Les travaux sur le renforcement du soutien et de la maintenance des applications statistiques et des applications nécessaires aux procédures d'entreprise et à la gestion des documents et des rapports ont été poursuivis. Dans le même temps, la BCE s'est investie dans le renforcement de la sécurité opérationnelle et a coopéré avec d'autres banques centrales sur les questions de fourniture et de maintenance d'applications métiers.

Enfin, les processus internes ont été réévalués par des auditeurs externes et les certifications ISO 9001:2008 et ISO/IEC 20000 ont été confirmées, tandis que la procédure de certification ISO/IEC 27001 est en cours.





Lorsqu'il sera terminé, le nouveau siège de la BCE élargira la ligne des toits de Francfort.

Les derniers étages de la tour seront achevés en 2012 et une fête célébrant la fin du gros œuvre sera organisée au second semestre. Les travaux se poursuivront alors au niveau de la façade et des installations techniques. La façade, économe en énergie, est d'une teinte grise non réfléchissante avec un léger éclat vert. Elle devrait ainsi se fondre dans le paysage environnant. Enfin, la mise en place de l'infrastructure technique recouvrira l'installation des systèmes de chauffage et de refroidissement ainsi que les travaux de câblage électrique et d'aménagement intérieur.

# **LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE**

# RAPPORT DE GESTION POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2011

## 1 NATURE DE L'ACTIVITÉ

Les activités de la BCE en 2011 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 internes et externes. Au titre des contrôles externes, la Cour des comptes européenne 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.

Dans le cadre de la structure de contrôle interne de la BCE, chaque unité organisationnelle est responsable de la gestion de ses risques propres, de la mise en œuvre de ses contrôles et 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. 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. Ce Comité assiste le Conseil des gouverneurs dans le champ de ses responsabilités en matière d'intégrité de

l'information financière, de surveillance des dispositifs de contrôle interne et de mise en œuvre des fonctions d'audit de la BCE et de l'Eurosystème.

La fonction de gestion du risque revêtant une importance nettement accrue, et conformément aux meilleures pratiques, la BCE a procédé, en juillet 2011, à une réorganisation de sa Division Gestion des risques en créant une entité indépendante, le Service de la gestion des risques. Ce service est en charge du dispositif de gestion des risques applicable à l'ensemble des opérations menées par la BCE sur les marchés financiers. Il propose en outre, sous l'angle de la gestion des risques, des améliorations, qu'il surveille et évalue, du cadre opérationnel de l'Eurosystème pour la politique monétaire et la politique de change.

Un cadre éthique détaillé applicable au personnel de la BCE, qui est régulièrement mis à jour, fournit 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. Deux codes de conduite supplémentaires encadrent exclusivement les règles de déontologie que les membres des organes de décision de la BCE doivent respecter. Le responsable des questions d'éthique professionnelle (*Ethics Officer*) nommé par le Directoire veille à ce que les règles applicables par les membres du Directoire et le personnel soient interprétées de façon cohérente. Le Conseil des gouverneurs a par ailleurs nommé un conseiller pour les questions d'éthique professionnelle (*Ethics Adviser*) chargé de donner à ses membres des orientations sur certains aspects relatifs au comportement professionnel.

De plus amples informations sur la gouvernance de la BCE sont disponibles dans le chapitre 7, section 1, 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 30 «Charges de personnel» des comptes annuels.

## PERSONNEL

La BCE a pleinement conscience de l'importance d'un dialogue constructif avec son personnel. En 2011, elle a poursuivi le développement et la mise en œuvre de 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. En ce qui concerne les évolutions relatives à la culture d'entreprise de la BCE, elles ont continué de porter essentiellement sur la diversité et l'éthique professionnelle. La BCE a organisé un forum de haut niveau sur la diversité en mars 2011 et a renforcé le suivi régulier des données relatives à la diversité liée au genre.

Les mesures relatives à la mobilité et à l'évolution du personnel sont restées les principaux outils d'évolution professionnelle. 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 BCE<sup>1</sup> est passé de 1 565 en 2010

à 1 601 en 2011. À la fin de 2011, l'effectif total s'élevait à 1 609. Des informations complémentaires figurent dans la note 30 « Charges de personnel<sup>1</sup> » des comptes annuels et au chapitre 7, section 2, du *Rapport annuel*, qui décrit également plus en détail les évolutions dans le domaine de la gestion des ressources humaines.

## PRATIQUES EN MATIÈRE DE GESTION DES RISQUES LIÉS AUX ACTIVITÉS DE PLACEMENT DE LA BCE ET AUX PORTEFEUILLES QU'ELLE DÉTIENT À DES FINS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La BCE détient deux types de portefeuilles de placements, à savoir le portefeuille des réserves de change et le portefeuille de fonds propres. Elle détient en outre des titres à des fins de politique monétaire, qu'elle a achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et des deux programmes d'achat d'obligations sécurisées. L'objet et les objectifs des portefeuilles de placement de la BCE et de ceux détenus à des fins de politique monétaire ainsi que les pratiques en matière de gestion des risques associés sont décrits en détail au chapitre 2, section 1, du *Rapport annuel*.

La BCE est exposée à des risques financiers liés à ses portefeuilles de placements et aux titres qu'elle a achetés à des fins de politique monétaire. Il s'agit de risques de crédit, de marché et de liquidité. La BCE surveille étroitement et mesure constamment ces risques et, le cas échéant, les atténue à travers la mise en œuvre de cadres de gestion des risques. Ces cadres tiennent compte des objectifs des différents avoirs en titres ainsi que des préférences en matière de risque formulées par les organes de décision de la BCE. Ils comprennent également des critères d'éligibilité et un système de limitation des risques.

<sup>1</sup> 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 long terme sont également inclus.

## 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

La BCE a décidé en décembre 2010 d'augmenter son capital souscrit de 5 milliards d'euros, pour le porter 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 en trois versements annuels de même montant, à effectuer en décembre 2010, 2011 et 2012.

À la suite de l'adoption de la monnaie unique par l'Estonie le 1<sup>er</sup> janvier 2011, l'Eesti Pank a libéré un montant de 13 millions d'euros à compter de cette date. Ce montant comprenait le premier versement de l'Eesti Pank au titre de sa contribution à l'augmentation du capital souscrit de la BCE à fin décembre 2010.

Le 28 décembre 2011, les BCN appartenant à la zone euro, y compris l'Eesti Pank, ont transféré un montant de 1 166 millions d'euros correspondant à leur deuxième versement au titre de leur contribution à l'augmentation du capital souscrit de la BCE.

À la suite de ces paiements effectués en 2011, le capital libéré de la BCE s'élevait à 6 484 millions d'euros au 31 décembre 2011. 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 portefeuilles d'actifs 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.

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. 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 2010, cette provision s'élevait à 5 184 millions d'euros. Conformément à l'article 48.2 des statuts du SEBC, l'Esti Pank a contribué à hauteur de 13 millions d'euros à cette provision à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011. De plus, tenant compte des résultats de son évaluation des risques, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter à nouveau le montant de la provision, qui est passée à 6 363 millions d'euros au 31 décembre 2011, ce qui correspond au plafond (maximum) autorisé actuellement.

## 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 2011

En 2011, le revenu net de la BCE avant le transfert à la provision pour risques, d'un montant de 1 166 millions d'euros, s'est établi à 1 894 millions d'euros, contre 1 334 millions d'euros en 2010. Le bénéfice net de 728 millions d'euros après ce transfert a été distribué aux BCN de la zone euro.

En 2011, le produit net d'intérêt s'est élevé à 1 999 millions d'euros, contre 1 422 millions en 2010. Cette augmentation a principalement

résulté des revenus supplémentaires tirés des titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et d'un accroissement du revenu monétaire issu de la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation, reflétant la hausse du taux d'intérêt moyen appliqué par l'Eurosystème dans les appels d'offres pour ses opérations principales de refinancement en 2011.

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières ont à peine diminué, revenant de 474 millions d'euros en 2010 à 472 millions d'euros en 2011. L'augmentation des plus-values nettes de change sur les sorties de devises, qui ont principalement résulté des sorties de yens liées à la participation de la BCE aux interventions concertées au niveau international sur les marchés des changes effectuées en mars 2011, a été compensée par une baisse des plus-values nettes réalisées sur les ventes de titres.

Les moins-values latentes, principalement dues aux moins-values latentes sur les portefeuilles de titres, qui figurent au bilan à leur valeur de marché à fin 2011, se sont établies à 157 millions d'euros en 2011, contre 195 millions d'euros en 2010.

Fin 2010, les plus-values latentes sur les avoirs de change, provenant principalement du portefeuille en dollars et du portefeuille en yens, s'élevaient à 6 271 millions d'euros, tandis que les plus-values latentes sur or atteignaient 13 079 millions. En 2011, 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 7 976 millions d'euros, alors que la hausse du cours de l'or a accru les plus-values latentes sur or, à 15 718 millions d'euros. Conformément aux règles et méthodes comptables de l'Eurosystème, ces plus-values ont été enregistrées dans les comptes de réévaluation.

Aucune perte pour dépréciation n'a été enregistrée en fin d'exercice. S'agissant des avoirs de la BCE en obligations d'État grecques



achetées dans le cadre du Programme pour les marchés de titres, la participation du secteur privé (*private sector involvement, PSI*) annoncée en 2011 ne devrait avoir aucune incidence sur les flux de trésorerie contractuels futurs associés à ce portefeuille dans la mesure où cette initiative prévoit une restructuration volontaire de la dette détenue par le secteur privé.

Les charges d'exploitation de la BCE, y compris les amortissements, sont passées de 415 millions d'euros en 2010 à 442 millions d'euros en 2011. La plus grande partie des coûts liés à construction du nouveau siège de la BCE ont été immobilisés et sont exclus de cette rubrique.



## BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2011

ACTIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2011 EUROS	2010 EUROS
<b>Avoirs et créances en or</b>	<b>1</b>	<b>19 643 678 205</b>	<b>17 015 600 109</b>
<b>Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>2</b>		
Créances sur le FMI	2.1	664 189 254	414 722 811
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	2.2	40 763 380 487	39 298 995 950
		<b>41 427 569 741</b>	<b>39 713 718 761</b>
<b>Créances en devises sur des résidents de la zone euro</b>	<b>2.2</b>	<b>4 827 713 607</b>	<b>4 326 557 549</b>
<b>Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>3</b>		
Comptes auprès des banques, titres et prêts	3.1	1 456 000 000	1 800 000 000
<b>Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>4</b>	<b>204 931 400</b>	<b>33 368 000</b>
<b>Titres en euros émis par des résidents de la zone euro</b>	<b>5</b>		
Titres détenus à des fins de politique monétaire	5.1	22 819 128 768	17 925 976 508
<b>Créances intra-Eurosysteme</b>	<b>6</b>		
Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosysteme	6.1	71 090 081 710	67 176 191 390
Autres créances intra-Eurosysteme (nettes)	6.2	49 393 103 654	0
		<b>120 483 185 364</b>	<b>67 176 191 390</b>
<b>Autres actifs</b>	<b>7</b>		
Immobilisations corporelles et incorporelles	7.1	441 349 493	281 925 625
Autres actifs financiers	7.2	16 040 825 454	13 249 960 731
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan	7.3	264 245 011	147 260 366
Produits à recevoir et charges constatées d'avance	7.4	1 861 875 764	1 319 491 653
Divers	7.5	1 400 781 867	532 963 278
		<b>20 009 077 589</b>	<b>15 531 601 653</b>
<b>Total de l'actif</b>		<b>230 871 284 674</b>	<b>163 523 013 970</b>

PASSIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2011 EUROS	2010 EUROS
<b>Billets en circulation</b>	8	<b>71 090 081 710</b>	<b>67 176 191 390</b>
<b>Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro</b>	9	<b>204 926 300</b>	<b>33 363 000</b>
<b>Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	10		
Autres engagements	10.1	<b>1 056 000 000</b>	<b>1 072 000 000</b>
<b>Engagements en euros envers des non résidents de la zone euro</b>	11	<b>77 116 620 293</b>	<b>1 201 602 021</b>
<b>Engagements en devises envers des non résidents de la zone euro</b>	12		
Dépôts, comptes et autres engagements	12.1	<b>406 665 121</b>	<b>478 028 926</b>
<b>Engagements intra-Eurosysteme</b>	13		
Engagements au titre du transfert de réserves de change	13.1	40 307 572 893	40 204 457 215
Autres engagements intra-Eurosysteme (nets)	6.2	0	21 225 255 926
		<b>40 307 572 893</b>	<b>61 429 713 141</b>
<b>Autres engagements</b>	14		
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan	14.1	869 160 478	568 235 002
Charges à payer et produits constatés d'avance	14.2	1 251 205 972	749 630 881
Divers	14.3	623 759 817	494 466 366
		<b>2 744 126 267</b>	<b>1 812 332 249</b>
<b>Provisions</b>	15	<b>6 407 941 415</b>	<b>5 216 716 613</b>
<b>Comptes de réévaluation</b>	16	<b>24 324 930 772</b>	<b>19 626 699 159</b>
<b>Capital et réserves</b>	17		
Capital	17.1	<b>6 484 283 669</b>	<b>5 305 536 076</b>
<b>Bénéfice de l'exercice</b>		<b>728 136 234</b>	<b>170 831 395</b>
<b>Total du passif</b>		<b>230 871 284 674</b>	<b>163 523 013 970</b>

## COMPTE DE RÉSULTAT POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2011

	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2011 EUROS	2010 EUROS
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises	24.1	290 220 291	366 179 478
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème	24.2	856 392 005	653 509 659
Autres produits d'intérêt	24.4	8 331 260 026	4 796 498 245
<i>Produits d'intérêt</i>		<i>9 477 872 322</i>	<i>5 816 187 382</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés	24.3	(433 970 898)	(346 484 251)
Autres charges d'intérêt	24.4	(7 044 498 398)	(4 047 227 079)
<i>Charges d'intérêt</i>		<i>(7 478 469 296)</i>	<i>(4 393 711 330)</i>
<b>Produit net d'intérêt</b>	<b>24</b>	<b>1 999 403 026</b>	<b>1 422 476 052</b>
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	25	472 219 229	474 313 327
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	26	(157 457 283)	(195 213 437)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or		(1 166 175 000)	(1 163 191 667)
<b>Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques</b>		<b>(851 413 054)</b>	<b>(884 091 777)</b>
<b>Charge nette de commissions</b>	<b>27</b>	<b>(1 980 780)</b>	<b>(1 409 017)</b>
<b>Produits des actions et des titres de participation</b>	<b>28</b>	<b>1 048 891</b>	<b>2 612 858</b>
<b>Autres produits</b>	<b>29</b>	<b>23 122 157</b>	<b>46 537 026</b>
<b>Total des produits nets</b>		<b>1 170 180 240</b>	<b>586 125 142</b>
Charges de personnel	30	(216 065 185)	(196 470 934)
Autres charges d'exploitation	31	(208 017 979)	(196 636 534)
Amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles		(11 488 672)	(13 601 111)
Service de production des billets	32	(6 472 170)	(8 585 168)
<b>Bénéfice/(perte) de l'exercice</b>		<b>728 136 234</b>	<b>170 831 395</b>

Francfort-sur-le-Main le 28 février 2012

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Mario Draghi  
Président

# LES RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES<sup>1</sup>

## 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 comptables<sup>2</sup>, 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 transactions sur titres au comptant, 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 2011, à partir du cours de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 30 décembre 2011.

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 en euros de quatre devises majeures (dollar des États-Unis, euro, yen et livre sterling) au 30 décembre 2011.

### 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 2011, les prix moyens du marché au 30 décembre 2011 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 contrepassées 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 2011, 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, en principe, 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-EUROSYSTEMÈME

Les soldes intra-SEBC résultent des paiements transfrontaliers réalisés en euros au sein de l'UE et réglés en monnaie de banque centrale. La plus grande partie de ces transactions sont effectuées par des entités privées (établissements de crédit, entreprises ou particuliers). Elles sont réglées 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 TARGET2 des banques centrales de l'UE. Ces soldes bilatéraux font l'objet d'une compensation avant d'être affectés, quotidiennement, 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-Eurosysteme 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-Eurosysteme 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-Eurosysteme (nettes) » ou « Autres engagements envers l'Eurosysteme (nets) ». Les soldes intra-SEBC des BCN hors zone euro vis-à-vis de la BCE, qui découlent de leur participation à TARGET2<sup>3</sup>, figurent dans le poste « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ».

Les soldes intra-Eurosysteme résultant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosysteme figurent sous la forme d'un actif

3 Au 31 décembre 2011, les BCN hors zone euro participant à TARGET2 étaient les suivantes : Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski et Banca Națională a României.



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).

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
Biens d'équipement techniques	4 ou 10 ans
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 LES AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI ET DE LONG TERME

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.

Les cotisations obligatoires versées par la BCE et les employés s'élèvent à respectivement 18 % et 6 % du salaire de base. Les membres du personnel peuvent effectuer des versements supplémentaires, sur une base volontaire, dans un fonds à cotisations définies donnant droit à des prestations complémentaires<sup>4</sup>.

#### 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 (lorsque les chiffres effectifs diffèrent des hypothèses actuarielles précédemment formulées) ainsi que d'une modification des hypothèses actuarielles.

<sup>4</sup> 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.

### 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.

### Prestations ultérieures non financées

Les dispositions relatives aux prestations postérieures à l'emploi et autres prestations à long terme en faveur des membres du Directoire de la BCE ne sont pas financées par un mécanisme spécifique. De même, pour les membres du personnel, des dispositions relatives à des avantages postérieurs à l'emploi autres que les retraites et à d'autres avantages à long terme 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 sous « Le compte de résultat ».

Ces prestations 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 euros<sup>5</sup>. 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 billets<sup>6</sup>.

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 rémunérées<sup>7</sup>, 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 ».

### 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

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, modifiée

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 dividendes<sup>8</sup>. 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

La BCE étant 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 2011, la BCE détenait 16 142 871 onces<sup>9</sup> d'or fin (16 122 143 onces en 2010). Cette augmentation est attribuable principalement au transfert par la Banque d'Estonie (*Eesti Pank*) à la BCE de 20 728 onces d'or fin<sup>10</sup> lors de l'adoption de la monnaie unique par l'Estonie, conformément à l'article 30.1 des statuts du SEBC. En outre, de faibles différences de poids ont résulté de la mise en œuvre d'un programme de substitution que la BCE a lancé en 2010. Toutefois, la progression de la contre-valeur en euros des avoirs de la BCE s'explique essentiellement par la hausse sensible du cours de l'or en 2011 (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables ainsi que la note 16 « Comptes de réévaluation »).

## 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 2011. 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 des États-Unis et en yens.

<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	2011 euros	2010 euros	Variation euros
Comptes courants	967 861 820	1 415 134 235	(447 272 415)
Dépôts sur le marché monétaire	598 657 080	881 467 443	(282 810 363)
Prises en pension	623 065 152	54 632 540	568 432 612
Titres	38 573 796 435	36 947 761 732	1 626 034 703
Total	40 763 380 487	39 298 995 950	1 464 384 537

<i>Créances sur des résidents de la zone euro</i>	2011 euros	2010 euros	Variation euros
Comptes courants	1 439 838	3 522 840	(2 083 002)
Dépôts sur le marché monétaire	4 826 273 769	4 254 182 741	572 091 028
Prises en pension	0	68 851 968	(68 851 968)
Total	4 827 713 607	4 326 557 549	501 156 058

L'augmentation enregistrée en 2011 par ces rubriques est due principalement à l'appréciation du dollar et du yen par rapport à l'euro, qui a été partiellement compensée par une baisse des avoirs en yens à la suite de la participation de la BCE aux interventions internationales concertées sur les marchés de change, le 18 mars 2011. Les revenus perçus en 2011, tirés principalement du portefeuille en dollars, et une progression des plus-values latentes provenant de la revalorisation des titres (cf. la note 16 « Comptes de réévaluation ») ont également contribué à la hausse de la valeur totale de ces positions.

En outre, lors de l'adoption de la monnaie unique par l'Estonie avec effet au 1er janvier 2011, la Banque d'Estonie a transféré à la BCE des avoirs de réserve libellés en yens d'une valeur totale de 124,0 millions d'euros, conformément à l'article 48.1 et à l'article 30.1 des statuts du SEBC.

<sup>9</sup> Correspondant à 502,1 tonnes

<sup>10</sup> Le transfert, d'une valeur équivalente à 21,9 millions d'euros, a été effectué avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2011.

Au 31 décembre 2011, les avoirs nets en devises de la BCE libellés en dollars et en yens<sup>11</sup> étaient les suivants :

	2011 Devises en millions	2010 Devises en millions
Dollars	44 614	43 952
Yens	1 041 238	1 101 816

### 3 CRÉANCES EN EUROS SUR DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

#### 3.1 COMPTES AUPRÈS DES BANQUES, TITRES ET PRÊTS

Au 31 décembre 2011, cette rubrique comprenait une créance détenue sur une banque centrale hors zone euro dans le cadre d'un accord avec la BCE portant sur des opérations de pension. Cet accord permet à cette banque centrale d'emprunter des euros contre remise de garanties éligibles en soutien de ses opérations d'apport de liquidités.

#### 4 AUTRES CRÉANCES EN EUROS SUR DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA ZONE EURO

Cette rubrique englobait principalement des créances résultant de prises en pension effectuées 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 2011, cette rubrique comprenait les titres acquis par la BCE dans le cadre des deux programmes d'achat d'obligations sécurisées<sup>12</sup> et du Programme pour les marchés de titres<sup>13</sup>.

	2011 euros	2010 euros	Variation euros
Premier programme d'achat d'obligations sécurisées	4 814 370 827	4 823 413 246	(9 042 419)
Deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées	212 604 879	-	212 604 879
Programme pour les marchés de titres	17 792 153 062	13 102 563 262	4 689 589 800
Total	22 819 128 768	17 925 976 508	4 893 152 260

Les achats effectués au titre du premier programme d'achat d'obligations sécurisées ont été menés à leur terme fin juin 2010. En 2011, l'amortissement des décotes et primes sur ces avoirs s'est traduit par une baisse nette de cette rubrique (cf. « Les modalités d'enregistrement des produits » dans les notes relatives aux principes et méthodes comptables).

Le 6 octobre 2011, le Conseil des gouverneurs a annoncé le deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées. Dans le cadre de ce programme, la BCE et les BCN ont commencé à acheter des obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro en vue d'assouplir les conditions de financement des établissements de crédit et des entreprises et d'inciter les établissements de crédit à maintenir et à accroître les prêts à leurs clients.

11 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.

12 Comme annoncé par les communiqués de presse de la BCE des 4 juin 2009 et 6 octobre 2011

13 Comme annoncé par le communiqué de presse de la BCE du 10 mai 2010 concernant les mesures destinées à faire face aux graves tensions observées sur les marchés financiers

Ces achats devraient être menés à leur terme d'ici à fin octobre 2012.

Le Programme pour les marchés de titres, mis en place en mai 2010, permet à la BCE et aux BCN d'acheter des titres de créance publics et privés émis dans la zone euro pour remédier au dysfonctionnement de certains segments des marchés de titres de la zone euro et rétablir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire. L'augmentation nette de cette rubrique en 2011 s'explique par de nouveaux achats qui ont plus que compensé les remboursements en 2011.

Les titres acquis dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et des programmes d'achat d'obligations sécurisées sont classés comme détenus jusqu'à l'échéance. Ils sont valorisés à leur prix d'acquisition amorti et soumis à dépréciation (cf. « Les titres » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Les tests annuels de dépréciation ont été réalisés sur la base des informations disponibles et des montants recouvrables estimés à fin 2011.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a examiné l'incidence de l'initiative concernant la participation du secteur privé, annoncée en 2011, qui a proposé, à ce titre, une restructuration d'une partie de la dette émise par la République hellénique afin de garantir la soutenabilité de la dette à long terme. Une partie des avoirs de la BCE détenus dans le cadre du Programme pour les marchés de titres est composée de titres de créance émis par la République hellénique. Toutefois, compte tenu du fait que cette initiative visait à assurer une restructuration volontaire de la dette détenue par le secteur privé, elle ne devrait pas se traduire par des variations des flux de trésorerie contractuels futurs liés aux avoirs de la BCE. Au 31 décembre 2011, le Conseil des gouverneurs estimait qu'aucun indice ne permettait de penser que cette initiative ne serait pas couronnée de succès. Par conséquent, aucune perte pour dépréciation n'a été enregistrée à la fin de l'année.

En outre, aucune dépréciation n'a été comptabilisée en ce qui concerne les autres titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres ou ceux acquis en vertu des deux programmes d'achat d'obligations sécurisées.

Le Conseil des gouverneurs évalue, à intervalles réguliers, les risques financiers liés aux titres détenus dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et des deux programmes d'achat d'obligations sécurisées.

## **ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN**

En février 2012, les banques centrales de l'Eurosystème ont échangé leurs avoirs en obligations d'État grecques achetées dans le cadre du Programme pour les marchés de titres contre de nouveaux titres émis par la République hellénique. Les titres nouvellement acquis présentent les mêmes caractéristiques que ceux achetés en vertu du Programme pour les marchés de titres en ce qui concerne leurs valeurs nominales, les taux des coupons, les dates de versement des intérêts et les dates de remboursement. Les nouveaux titres n'étaient pas inclus dans la liste des titres éligibles ayant fait l'objet de la restructuration dans le cadre de l'initiative concernant la participation du secteur privé.

## **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). La rémunération de ces créances est calculée quotidiennement en fonction du dernier taux marginal disponible utilisé par

l'Eurosystème pour conduire ses appels d'offres dans le cadre des opérations principales de refinancement (cf. la note 24.2 « Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème »).

## 6.2 AUTRES CRÉANCES/ENGAGEMENTS INTRA-EUROSYSTÈME (NETS)

En 2011, cette rubrique comprenait 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-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Le bilan de la BCE présentait un engagement net vis-à-vis des BCN de la zone euro à fin 2010, mais la BCE détenait une créance nette à fin 2011. Cette variation s'explique principalement par une progression des encours liés aux opérations de *swap* adossées (*back-to-back swaps*) conduites avec les BCN dans le cadre des opérations d'apport de liquidité en dollars (cf. la note 11 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »). La rémunération des positions dans TARGET2, à l'exception des soldes résultant de ces opérations de *swap* adossées, est calculée quotidiennement en fonction du dernier taux marginal disponible utilisé par l'Eurosystème pour conduire ses appels d'offres dans le cadre des opérations principales de refinancement.

En 2011, 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 (cf. « Les acomptes sur dividendes » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). 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.

	2011 euros	2010 euros
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de TARGET2	842 032 488 071	435 850 611 581
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de TARGET2	(791 987 384 417)	(457 075 867 507)
Montants dus aux BCN de la zone euro relatifs aux acomptes sur dividendes versés par la BCE au titre du revenu monétaire	(652 000 000)	0
Autres créances/ (engagements) intra-Eurosystème (nets)	49 393 103 654	(21 225 255 926)

## 7 AUTRES ACTIFS

### 7.1 IMMOBILISATIONS CORPORELLES ET INCORPORELLES

Au 31 décembre 2011, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	2011 euros	2010 euros	Variation euros
<b>Coût</b>			
Terrains et immeubles	168 916 034	168 714 234	201 800
Matériels informatiques et logiciels	187 324 734	188 781 597	(1 456 863)
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	30 891 846	30 325 142	566 704
Immobilisations en cours	339 020 767	174 386 237	164 634 530
Autres immobilisations	1 656 957	1 525 084	131 873
<b>Coût total</b>	<b>727 810 338</b>	<b>563 732 294</b>	<b>164 078 044</b>
Amortissement cumulé	(79 214 734)	(74 965 599)	(4 249 135)
Terrains et immeubles	(177 313 517)	(177 760 956)	447 439
Matériels informatiques et logiciels	(29 730 082)	(28 878 352)	(851 730)
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	(202 512)	(201 762)	(750)

	2011 euros	2010 euros	Variation euros
<b>Total amortissement cumulé</b>	<b>(286 460 845)</b>	<b>(281 806 669)</b>	<b>(4 654 176)</b>
<b>Valeur comptable nette</b>	<b>441 349 493</b>	<b>281 925 625</b>	<b>159 423 868</b>

L'augmentation enregistrée dans la rubrique « Immobilisations en cours » résulte principalement des travaux liés à la construction des nouveaux locaux de la BCE.

## 7.2 AUTRES ACTIFS FINANCIERS

Cette rubrique comprend le placement des fonds propres de la BCE<sup>14</sup> 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 :

	2011 euros	2010 euros	Change euros
Comptes courants en euros	4 934 974	4 377 086	557 888
Titres libellés en euros	13 285 988 281	11 534 194 166	1 751 794 115
Accords de prise en pension en euros	2 707 978 069	1 669 436 200	1 038 541 869
Autres actifs financiers	41 924 130	41 953 279	(29 149)
<b>Total</b>	<b>16 040 825 454</b>	<b>13 249 960 731</b>	<b>2 790 864 723</b>

La progression nette de cette rubrique s'explique principalement par le placement dans le portefeuille de fonds propres (a) des montants versés par les BCN de la zone euro en 2011 au titre de la deuxième tranche de leur contribution à l'augmentation du capital souscrit de la BCE en 2010 (cf. la note 17 « Capital et réserves ») ; (b) de la contrepartie du montant transféré à la provision de la BCE pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or en 2010 ; et (c) des revenus perçus en 2011.

## 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 en devises comptabilisées au 31 décembre 2011 (cf. la note 21 « 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 plus-values enregistrées sur l'encours des opérations de *swap* de taux d'intérêt figurent également dans cette rubrique (cf. la note 20 « *Swaps* de taux d'intérêt »).

## 7.4 PRODUITS À RECEVOIR ET CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE

En 2011, cette rubrique comprenait les intérêts courus dont les BCN de la zone euro sont redevables sur les soldes TARGET2 pour le dernier mois de 2011, d'un montant total de 752,6 millions d'euros (contre 364,7 millions d'euros en 2010), 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 230,6 millions d'euros (après 166,7 millions en 2010).

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

<sup>14</sup> 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 »).



courus sur les autres actifs financiers figurent également dans cette rubrique.

## 7.5 DIVERS

Cette rubrique comprend les soldes positifs liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme en devises comptabilisées au 31 décembre 2011 (cf. la note 21 « 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 l'engagement du versement de l'acompte sur dividendes dus par la BCE au titre du revenu monétaire (cf. « Les acomptes sur dividendes » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et la note 6.2 « Autres créances/engagements intra-Eurosystème (nets) »).

Cette rubrique inclut également une créance sur le ministère fédéral 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 l'Eurosystème mettraient à disposition, à des fins de prêts, les obligations acquises dans le cadre du premier programme d'achat 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 »). En 2011, le Conseil des gouverneurs a décidé d'élargir le cadre de ces opérations de prêt aux obligations achetées au titre du deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées.

Des accords de pension conclus dans le cadre des opérations de prêt portant sur les obligations sécurisées, d'un montant de 204,9 millions d'euros (33,4 millions d'euros en 2010), étaient comptabilisés au 31 décembre 2011. Ils concernaient uniquement les obligations acquises au titre du premier programme d'achat d'obligations sécurisées.

## 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 2011, cette rubrique était essentiellement constituée d'une dette d'un montant de 64,2 milliards d'euros (contre 0,1 milliard d'euros en 2010) résultant de la mise en place du dispositif temporaire d'échange réciproque de devises avec le Système fédéral de réserve des États-Unis. Dans le cadre de ce dispositif, le Système fédéral de réserve a fourni des dollars à la BCE par le biais d'un accord de *swap* temporaire, ayant pour objet 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. Ces opérations de *swap* adossées ont donné lieu à des soldes intra-Eurosystème entre la BCE et les BCN.

Le reste de la rubrique représente les soldes des comptes ouverts auprès de la BCE par les banques centrales de pays ne participant pas à la zone euro, y compris les soldes provenant d'opérations traitées par l'intermédiaire du système TARGET2 (cf. « Les soldes intra-SEBC/les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

## 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 dans le cadre de 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'Eurosystème. La rémunération de ces engagements est calculée quotidiennement en fonction du dernier taux marginal disponible utilisé par l'Eurosystème pour conduire ses appels d'offres dans le cadre des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, après ajustement pour tenir compte de la non-rémunération de la composante en or (cf. la note 24.3 « Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés »).

Le transfert des avoirs de réserve de change de la Banque d'Estonie lors de l'adoption de la monnaie unique par l'Estonie a entraîné une augmentation de 103 115 678 euros de cette rubrique.

	Depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2011 euros	31 décembre 2010 euros
Banque Nationale de Belgique	1 397 303 847	1 397 303 847
Deutsche Bundesbank	10 909 120 274	10 909 120 274
Eesti Pank	103 115 678	-
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	639 835 662	639 835 662
Banque de Grèce	1 131 910 591	1 131 910 591
Banco de España	4 783 645 755	4 783 645 755
Banque de France	8 192 338 995	8 192 338 995
Banca d'Italia	7 198 856 881	7 198 856 881
Banque centrale de Chypre	78 863 331	78 863 331
Banque centrale du Luxembourg	100 638 597	100 638 597
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	36 407 323	36 407 323
De Nederlandsche Bank	2 297 463 391	2 297 463 391
Oesterreichische Nationalbank	1 118 545 877	1 118 545 877
Banco de Portugal	1 008 344 597	1 008 344 597
Banka Slovenije	189 410 251	189 410 251
Národná banka Slovenska	399 443 638	399 443 638
Suomen Pankki - Finlands Bank	722 328 205	722 328 205
<b>Total</b>	<b>40 307 572 893</b>	<b>40 204 457 215</b>

La créance de la Banque d'Estonie a été fixée à 103 115 678 euros afin que le ratio entre le montant de cette créance et le montant total de la créance portée au crédit des autres BCN des États membres dont la monnaie est l'euro soit égal au ratio entre la pondération de la Banque d'Estonie dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE et la pondération agrégée des autres BCN de la zone euro. La différence entre la créance et la valeur des avoirs transférés (cf. la note 1 « Avoirs et créances en or » et 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 ») a été enregistrée comme une partie de la contribution de la Banque d'Estonie, due en vertu de l'article 48.2 des statuts du SEBC, aux réserves et aux provisions équivalant à des réserves de la BCE existant en date du 31 décembre 2010 (cf. la note 15 « Provisions » et la note 16 « Comptes de réévaluation »).

## 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 en devises comptabilisées au 31 décembre 2011 (cf. la note 21 « 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 20 « *Swaps* de taux d'intérêt »).

### 14.2 CHARGES À PAYER ET PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE

Au 31 décembre 2011, les deux postes principaux figurant dans cette rubrique comprenaient les intérêts courus dont la BCE est redevable sur les soldes des BCN relatifs à TARGET2 pour le dernier mois de 2011, s'établissant à 770,1 millions d'euros (après 381,8 millions en 2010), et les intérêts dus aux BCN pour l'ensemble de l'année 2011 au titre de leurs créances relatives aux réserves de change transférées à la BCE (cf. la note 13 « Engagements intra-Eurosystème »), s'élevant à 434,0 millions d'euros (contre 346,5 millions en 2010). 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 englobe les engagements au titre d'opérations de pension en cours, d'un montant de 360,0 millions d'euros (contre 235,4 millions d'euros en 2010), effectuées en liaison avec la gestion des fonds propres de la BCE (cf. la note 7.2 « Autres actifs financiers »).

Cette rubrique comprend également les soldes négatifs liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme en devises comptabilisées au 31 décembre 2011 (cf. la note 21 « 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).

En outre, elle comprend les engagements nets au titre des obligations de la BCE en matière de retraites, d'un montant de 112,5 millions d'euros, tels que décrits ci-après.

### LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE, LES AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI ET LES AUTRES PRESTATIONS À LONG TERME

Les montants comptabilisés au bilan concernant les avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme en faveur des employés (cf. « Le plan de retraite de la BCE, les autres avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables) sont les suivants :

	2011 Membres du personnel millions d'euros	2011 Directoire millions d'euros	2011 Total millions d'euros
Valeur actuelle des obligations	549,1	17,9	567,0
Juste valeur des actifs du fonds	(418,4)	-	(418,4)
Écarts actuariels non comptabilisés	(35,6)	(0,5)	(36,1)
Passif comptabilisé au bilan	95,1	17,4	112,5

	2010 Membres du personnel millions d'euro	2010 Directoire millions d'euros	2010 Total millions d'euros
Valeur actuelle des obligations	539,6	15,9	555,5
Juste valeur des actifs du fonds	(391,6)	-	(391,6)
Écarts actuariels non comptabilisés	(71,6)	0,5	(71,1)
Passif comptabilisé au bilan	76,4	16,4	92,8

La valeur actuelle des obligations envers les membres du personnel inclut des prestations non financées par un mécanisme spécifique, d'un montant de 86,6 millions d'euros (86,9 millions

en 2010), au titre des avantages postérieurs à l'emploi autres que les retraites et des autres prestations à long terme. Les dispositions relatives aux avantages postérieurs à l'emploi et aux autres prestations à long terme en faveur des membres du directoire ne sont pas financées par un mécanisme spécifique (cf. « Le plan de retraite de la BCE, les autres avantages postérieurs à l'emploi et les autres prestations à long terme » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les montants enregistrés en 2011 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 :

	2011 Membres du personnel millions d'euros	2011 Directoire millions d'euros	2011 Total millions d'euros
Coût des services rendus	31,1	1,4	32,5
Coût financier	24,2	0,8	25,0
Rendement attendu des actifs du fonds	(20,1)	-	(20,1)
Écarts actuariels enregistrés dans l'année	6,2	(0,6)	5,6
Total inclus dans le poste « Charges de personnel »	41,4	1,6	43,0

	2010 Membres du personnel millions d'euros	2010 Directoire millions d'euros	2010 Total millions d'euros
Coût des services rendus	25,4	1,2	26,6
Coût financier	21,1	0,8	21,9
Rendement attendu des actifs du fonds	(18,4)	-	(18,4)
Écarts actuariels enregistrés dans l'année	(1,0)	(0,3)	(1,3)
Total inclus dans le poste « Charges de personnel »	27,1	1,7	28,8

Dans le cadre de l'approche du « corridor de 10 % » (cf. « Le plan de retraite de la BCE, les autres avantages postérieurs à l'emploi et les autres

prestations à long terme » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables), les écarts actuariels cumulés non comptabilisés provenant 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.

La valeur actuelle de l'obligation a enregistré les variations suivantes :

	2011 Membres du personnel millions d'euros	2011 Directoire millions d'euros	2011 Total millions d'euros
Obligation en début d'exercice	539,6	15,9	555,5
Coût des services	31,1	1,4	32,5
Charges d'intérêt	24,2	0,8	25,0
Cotisations versées par les participants au fonds	16,3	0,2	16,5
Autres variations nettes des engagements représentatifs des cotisations des participants au fonds	(1,9)	0	(1,9)
Prestations servies	(5,4)	(0,8)	(6,2)
Écarts actuariels	(54,8)	0,4	(54,4)
Obligation à la clôture de l'exercice	549,1	17,9	567,0

	2010 Membres du personnel millions d'euros	2010 Directoire millions d'euros	2010 Total millions d'euros
Obligation en début d'exercice	430,5	13,4	443,9
Coût des services	25,4	1,2	26,6
Charges d'intérêt	21,1	0,8	21,9
Cotisations versées par les participants au fonds	17,4	0,1	17,5
Autres variations nettes des engagements représentatifs des cotisations des participants au fonds	4,5	0	4,5
Prestations servies	(4,8)	(0,4)	(5,2)
Écarts actuariels	45,5	0,8	46,3
Obligation à la clôture de l'exercice	539,6	15,9	555,5

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 %.

Les gains actuariels enregistrés en 2011 sur les prestations définies concernant les membres du personnel se sont élevés à 54,8 millions d'euros. Ce montant inclut les effets de (a) la progression plus faible que prévu de la valeur des prestations minimums garanties ; (b) la révision à la baisse des rendements attendus crédités sur les parts du fonds de placement, assortis d'une garantie en capital sous-jacente, qui sont utilisés pour le calcul des retraites futures et, donc, de la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies ; et (c) une plus faible augmentation prévue des cotisations au régime d'assurance maladie.

La juste valeur des actifs du fonds concernant les membres du personnel, englobant les cotisations volontaires versées par les participants au fonds, a enregistré les variations suivantes :

	2011 millions d'euros	2010 millions d'euros
Juste valeur des actifs du fonds en début d'exercice	391,6	333,2
Rendement attendu	20,1	18,4
Écarts actuariels	(25,0)	0,6
Cotisations versées par l'employeur	22,7	22,4
Cotisations versées par les participants au fonds	16,3	17,3
Prestations servies	(5,4)	(4,8)
Autres variations nettes des actifs représentatifs des cotisations des participants au fonds	(1,9)	4,5
Juste valeur des actifs du fonds à la clôture de l'exercice	418,4	391,6

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 au titre du régime de prestations sont présentées ci-après :

	2011 %	2010 %
Taux d'actualisation	5,00	5,00
Taux de rendement attendu des actifs du fonds	6,00	6,00
Hausses générales futures des salaires <sup>1)</sup>	2,00	2,00
Augmentations futures des retraites	1,65	1,65

1) En outre, une provision est constituée pour les hausses futures, inférieures ou égales 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 du cours de l'or ainsi que diverses autres provisions.

La provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or 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 réguliers<sup>15</sup>. Le cumul de la provision et des montants détenus dans le fonds de réserve générale ne peut dépasser la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro.

Au 31 décembre 2010, la provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or s'élevait à 5 183 637 388 euros. La Banque d'Estonie a

apporté une contribution à hauteur de 13 294 901 euros à la provision avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2011<sup>16</sup>. Tenant compte des résultats de son évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de transférer, au 31 décembre 2011, un montant de 1 166 175 000 euros à la provision provenant des revenus issus des titres acquis dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (cf. la note 24.4 « Autres produits d'intérêt et Autres charges d'intérêt ») et d'une partie des revenus sur les billets en euros en circulation (cf. la note 24.2 « Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème »). Ce transfert s'est traduit par une réduction du bénéfice net de la BCE pour 2011, à 728 136 234 euros, et, ajouté à la contribution de la Banque d'Estonie, il a donné lieu à une progression du montant de la provision, à 6 363 107 289 euros. À la suite de l'augmentation du capital libéré de la BCE en 2011 (cf. la note 17 « Capital et réserves »), ce montant correspond à la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro au 31 décembre 2011.

## 16 COMPTES DE RÉÉVALUATION

Ces comptes représentent les soldes de réévaluation provenant des plus-values latentes sur les actifs, les passifs et les instruments de hors bilan (cf. « Les modalités d'enregistrement des produits », « Les actifs et passifs en or et devises », « Les titres » et « Les instruments de hors bilan » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Conformément à l'article 48.2 des statuts du SEBC, la Banque d'Estonie a versé une contribution d'un montant de 50,3 millions d'euros à ces comptes avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2011.

	2011 euros	2010 euros	Variation euros
Or	15 718 491 496	13 078 746 071	2 639 745 425
Devises	7 975 683 173	6 271 078 092	1 704 605 081
Titres et autres instruments	630 756 103	276 874 996	353 881 107
Total	24 324 930 772	19 626 699 159	4 698 231 613

<sup>15</sup> Cf. également le chapitre 2 du *Rapport annuel*

<sup>16</sup> Conformément à l'article 48.2 des statuts du SEBC

Les taux de change utilisés pour la réévaluation de fin d'exercice sont les suivants :

Taux de change	2011	2010
Dollar pour 1 euro	1,2939	1,3362
Yens pour 1 euro	100,20	108,65
Euro pour 1 DTS	1,1867	1,1572
Euros par once d'or fin	1 216,864	1 055,418

## 17 CAPITAL ET RÉSERVES

### 17.1 CAPITAL

Avec effet au 29 décembre 2010, la BCE a augmenté son capital souscrit de 5 milliards d'euros, à 10 760 652 403 euros<sup>17</sup>. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé que les BCN de la zone euro transféreraient leurs contributions supplémentaires au titre de cette augmentation en trois versements annuels de même montant<sup>18</sup>. En conséquence, les BCN appartenant à la zone euro (dans sa composition à cette date) ont versé un montant de 1 163 191 667 euros, le 29 décembre 2010, au titre de la première tranche.

La Banque d'Estonie a libéré un montant de 12 572 592 euros au 1er janvier 2011<sup>19</sup>. Ce montant correspondait au premier versement au titre de sa contribution à l'augmentation du capital souscrit de la BCE à fin décembre 2010, s'élevant à 2 983 333 euros, et à sa part dans le capital souscrit de la BCE qui restait à verser avant l'augmentation, soit 9 589 259 euros.

Le 28 décembre 2011, les BCN de la zone euro, dont la Banque d'Estonie, ont transféré un montant de 1 166 175 000 euros représentant la deuxième tranche à verser au titre de leur contribution à l'augmentation du capital souscrit de la BCE. Le troisième versement sera effectué fin 2012.

Les effets conjugués des versements susmentionnés opérés en 2011 se sont traduits par une progression du capital libéré de la BCE s'élevant à 1 178 747 592 euros<sup>20</sup> (cf. le tableau ci-dessous)<sup>21</sup> :

	Capital libéré depuis le 28 décembre 2011 euros	Capital libéré du 1 <sup>er</sup> janvier au 27 décembre 2011 euros	Capital libéré au 31 décembre 2010 euros
Banque Nationale de Belgique	220 583 718	180 157 051	180 157 051
Deutsche Bundesbank	1 722 155 361	1 406 533 694	1 406 533 694
Eesti Pank	16 278 234	13 294 901	-
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	101 006 900	82 495 233	82 495 233
Banque de Grèce	178 687 726	145 939 392	145 939 392
Banco de España	755 164 576	616 764 576	616 764 576
Banque de France	1 293 273 899	1 056 253 899	1 056 253 899
Banca d'Italia	1 136 439 021	928 162 355	928 162 355
Banque centrale de Chypre	12 449 666	10 168 000	10 168 000
Banque centrale du Luxembourg	15 887 193	12 975 526	12 975 526
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	5 747 399	4 694 066	4 694 066
De Nederlandsche Bank	362 686 339	296 216 339	296 216 339
Oesterreichische Nationalbank	176 577 921	144 216 254	144 216 254
Banco de Portugal	159 181 126	130 007 793	130 007 793
Banka Slovenije	29 901 025	24 421 025	24 421 025
Národná banka Slovenska	63 057 697	51 501 030	51 501 030
Suomen Pankki – Finlands Bank	114 029 487	93 131 154	93 131 154
<b>Sous-total pour les BCN de la zone euro</b>	<b>6 363 107 289</b>	<b>5 196 932 289</b>	<b>5 183 637 388</b>

17 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

18 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

19 Conformément à l'article 48.1 des statuts du SEBC et à la décision BCE/2010/34 concernant la libération du capital, le transfert d'avoirs de réserve de change ainsi que la contribution aux réserves et aux provisions de la BCE par la Banque d'Estonie (Eesti Pank), JO L 11 du 15.01.2011, p. 58

20 Cette augmentation peut ne pas correspondre exactement à celle ressortant des chiffres indiqués dans le tableau ci-dessous en raison des arrondis.

21 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.

	Capital libéré depuis le 28 décembre 2011 euros	Capital libéré du 1 <sup>er</sup> janvier au 27 décembre 2011 euros	Capital libéré au 31 décembre 2010 euros
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	3 505 014	3 505 014	3 505 014
Česká národní banka	5 839 806	5 839 806	5 839 806
Danmarks Nationalbank	5 986 285	5 986 285	5 986 285
Eesti Pank	-	-	722 309
Latvijas Banka	1 144 799	1 144 799	1 144 799
Lietuvos bankas	1 717 400	1 717 400	1 717 400
Magyar Nemzeti Bank	5 591 235	5 591 235	5 591 235
Narodowy Bank Polski	19 754 137	19 754 137	19 754 137
Banca Națională a României	9 944 860	9 944 860	9 944 860
Sveriges Riksbank	9 112 389	9 112 389	9 112 389
Bank of England	58 580 454	58 580 454	58 580 454
<b>Sous-total pour les BCN hors zone euro</b>	<b>121 176 379</b>	<b>121 176 379</b>	<b>121 898 688</b>
<b>Total</b>	<b>6 484 283 669</b>	<b>5 318 108 669</b>	<b>5 305 536 076</b>

Les BCN hors zone euro sont tenues, à titre de participation aux frais de fonctionnement de la BCE, de libérer 3,75 % de leur part dans le capital souscrit de la BCE. Cette contribution s'est élevée à 121 176 379 euros à fin 2011. Les BCN hors zone euro n'ont aucun droit sur les bénéfices distribuables de la BCE et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

En 2011, la clé de répartition du capital et le capital souscrit de la BCE sont demeurés inchangés. À la suite de l'adoption de la monnaie unique par l'Estonie le 1er janvier 2011, la répartition de la clé et du capital souscrit entre les BCN de la zone euro et les BCN hors zone euro a été modifiée de la manière suivante<sup>22</sup> :

<sup>22</sup> 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 <sup>er</sup> janvier 2011 %	Capital souscrit depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2011 euros	Clé de répartition du capital au 31 décembre 2010 %	Capital souscrit au 31 décembre 2010 euros
Banque Nationale de Belgique	2,4256	261 010 385	2,4256	261 010 385
Deutsche Bundesbank	18,9373	2 037 777 027	18,9373	2 037 777 027
Eesti Pank	0,1790	19 261 568	-	-
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	1,1107	119 518 566	1,1107	119 518 566
Banque de Grèce	1,9649	211 436 059	1,9649	211 436 059
Banco de España	8,3040	893 564 576	8,3040	893 564 576
Banque de France	14,2212	1 530 293 899	14,2212	1 530 293 899
Banca d'Italia	12,4966	1 344 715 688	12,4966	1 344 715 688
Banque centrale de Chypre	0,1369	14 731 333	0,1369	14 731 333
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	18 798 860	0,1747	18 798 860
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0632	6 800 732	0,0632	6 800 732
De Nederlandsche Bank	3,9882	429 156 339	3,9882	429 156 339
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	208 939 588	1,9417	208 939 588
Banco de Portugal	1,7504	188 354 460	1,7504	188 354 460
Banka Slovenije	0,3288	35 381 025	0,3288	35 381 025
Národná banka Slovenska	0,6934	74 614 364	0,6934	74 614 364
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	134 927 820	1,2539	134 927 820
<b>Sous-total pour les BCN de la zone euro</b>	<b>69,9705</b>	<b>7 529 282 289</b>	<b>69,7915</b>	<b>7 510 020 722</b>



	Clé de répartition du capital depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2011 %	Capital souscrit depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2011 euros	Clé de répartition du capital au 31 décembre 2010 %	Capital souscrit au 31 décembre 2010 euros
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8686	93 467 027	0,8686	93 467 027
Česká národní banka	1,4472	155 728 162	1,4472	155 728 162
Danmarks Nationalbank	1,4835	159 634 278	1,4835	159 634 278
Eesti Pank	-	-	0,1790	19 261 568
Latvijas Banka	0,2837	30 527 971	0,2837	30 527 971
Lietuvos bankas	0,4256	45 797 337	0,4256	45 797 337
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	149 099 600	1,3856	149 099 600
Narodowy Bank Polski	4,8954	526 776 978	4,8954	526 776 978
Banca Națională a României	2,4645	265 196 278	2,4645	265 196 278
Sveriges Riksbank	2,2582	242 997 053	2,2582	242 997 053
Bank of England	14,5172	1 562 145 431	14,5172	1 562 145 431
<b>Sous-total pour les BCN hors zone euro</b>	<b>30,0295</b>	<b>3 231 370 113</b>	<b>30,2085</b>	<b>3 250 631 681</b>
<b>Total</b>	<b>100,0000</b>	<b>10 760 652 403</b>	<b>100,0000</b>	<b>10 760 652 403</b>

## INSTRUMENTS DE HORS BILAN

### 18 PROGRAMME AUTOMATISÉ 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 2011 des opérations de cession temporaire pour un montant de 1,2 milliard d'euros (1,5 milliard en 2010).

### 19 CONTRATS À TERME À CARACTÈRE FERME DE TAUX D'INTÉRÊT

Au 31 décembre 2011, l'encours des transactions en devises, présenté aux taux de marché relevés en fin d'année, s'élevait à :

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises	2011	2010	Variation
	Montant du contrat Contre-valeur en euros	Montant du contrat Contre-valeur en euros	Contre-valeur en euros
Achats	1 651 132 236	458 539 141	1 192 593 095
Ventes	1 728 229 838	1 251 682 536	476 547 302

Ces transactions ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

### 20 SWAPS DE TAUX D'INTÉRÊT

Au 31 décembre 2011, le montant des *swaps* de taux d'intérêt s'établissait à 225,7 millions d'euros (742,4 millions en 2010), ces encours étant présentés aux taux de marché relevés en fin d'année. Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

### 21 OPÉRATIONS DE SWAP DE CHANGE ET DE CHANGE À TERME

#### GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE

En 2011, des opérations de *swap* de change et de change à terme ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE. Les créances et les engagements à terme suivants,

résultant de ces transactions, et présentés aux taux de marché relevés en fin d'année, étaient comptabilisés au 31 décembre 2011 :

Opérations de swap de change et de change à terme	2011 euros	2010 euros	Variation euros
Créances	2 304 007 744	1 697 483 530	606 524 214
Engagements	2 309 882 385	1 740 464 038	569 418 347

### OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉS

Il subsistait au 31 décembre 2011 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 »).

### 22 GESTION DES OPÉRATIONS D'EMPRUNT ET DE PRÊT<sup>23</sup>

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 11,4 milliards d'euros, étaient comptabilisés au 31 décembre 2011.

Dans le contexte d'un accord de prêt entre les États membres ayant l'euro comme monnaie<sup>24</sup> et le Kreditanstalt für Wiederaufbau<sup>25</sup>, prêteurs, la République hellénique, emprunteur, et la Banque centrale de Grèce, intermédiaire de l'emprunteur, la BCE est responsable du traitement de tous les paiements liés pour le compte 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 52,9 milliards d'euros subsistaient au 31 décembre 2011.

En outre, la BCE joue un rôle opérationnel dans la gestion des prêts accordés dans le cadre du

Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) et du Fonds européen de stabilité financière (FESF). Des prêts à l'Irlande et au Portugal, à hauteur de 28 milliards d'euros au titre du MESF et de 16,3 milliards dans le cadre du FESF, étaient comptabilisés au 31 décembre 2011.

### 23 LITIGES EN COURS

Un recours en indemnité a été introduit contre la BCE devant le Tribunal de première instance des Communautés européennes (TPI)<sup>26</sup> par la société *Document Security Systems Inc. (DSSI)*, prétendant que la BCE avait contrefait un brevet de DSSI<sup>27</sup> dans le cadre de la production des billets en euros. Le TPI a rejeté le recours en indemnité formé par DSSI contre la BCE<sup>28</sup>. 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.

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.

<sup>23</sup> Cf. également le chapitre 2 du *Rapport annuel*

<sup>24</sup> Hors République hellénique et République fédérale d'Allemagne

<sup>25</sup> Agissant dans l'intérêt général, selon les instructions et avec la garantie de la République fédérale d'Allemagne

<sup>26</sup> Par suite de l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne le 1er décembre 2009, le Tribunal de première instance a été rebaptisé « Tribunal ».

<sup>27</sup> Brevet européen n° 0455 750 B1 déposé par DSSI

<sup>28</sup> 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](http://www.curia.europa.eu).

## ANNEXE AU COMPTE DE RÉSULTAT

### 24 PRODUIT NET D'INTÉRÊT

#### 24.1 PRODUITS D'INTÉRÊT AU TITRE DES AVOIRS DE RÉSERVE DE CHANGE

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 :

	2011 euros	2010 euros	Variation euros
Produits d'intérêt sur comptes courants	2 088 888	1 328 753	760 135
Produits d'intérêt sur dépôts du marché monétaire	18 279 491	15 865 666	2 413 825
Produits d'intérêt sur prises en pension	1 479 020	2 712 798	(1 233 778)
Produits nets d'intérêt sur titres	254 699 342	335 790 909	(81 091 567)
Produits nets d'intérêt sur <i>swaps</i> de taux d'intérêt	6 284 214	4 611 662	1 672 552
Produits nets d'intérêt sur opérations de <i>swap</i> et à terme en devises	7 686 740	6 523 343	1 163 397
<b>Total des produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve de change</b>	<b>290 517 695</b>	<b>366 833 131</b>	<b>(76 315 436)</b>
Charges d'intérêt sur comptes courants	(6 126)	(8 795)	2 669
Charges nettes d'intérêt sur mises en pension	(291 278)	(644 858)	353 580
<b>Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve de change (nets)</b>	<b>290 220 291</b>	<b>366 179 478</b>	<b>(75 959 187)</b>

La baisse globale du produit net d'intérêt en 2011 s'explique principalement par le recul du produit d'intérêt sur le portefeuille en dollars.

#### 24.2 PRODUITS D'INTÉRÊT AU TITRE DE LA RÉPARTITION DES BILLETS EN EUROS DANS L'EUROSISTÈME

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 et la note 6.1 « Créances

relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème»). L'augmentation des produits en 2011 reflète essentiellement le fait que le taux moyen des opérations principales de refinancement a été plus élevé qu'en 2010.

#### 24.3 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 (cf. la note 13 « Engagements intra-Eurosystème»). L'augmentation de la rémunération en 2011 reflète essentiellement le fait que le taux moyen des opérations principales de refinancement a été plus élevé qu'en 2010.

#### 24.4 AUTRES PRODUITS D'INTÉRÊT ET AUTRES CHARGES D'INTÉRÊT

Ces postes comprennent les produits (6,6 milliards d'euros contre 3,8 milliards en 2010) et les charges d'intérêt (6,9 milliards d'euros contre 3,9 milliards en 2010) au titre des soldes constitués lors de l'utilisation du système TARGET2 (cf. la note 6.2 « 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 165,7 millions d'euros (contre 140,4 millions d'euros en 2010) sur les titres achetés par la BCE dans le cadre des programmes d'achat d'obligations sécurisées, comprenant également les produits nets provenant des opérations de prêt de titres correspondantes, et de 1 002,8 millions d'euros (438,0 millions d'euros en 2010) sur les titres acquis par la BCE dans le cadre 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 figurent également dans cette rubrique.

## 25 PLUS-VALUES/(MOINS-VALUES) RÉALISÉES SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières en 2011 ont été les suivantes :

	2011 euros	2010 euros	Variation euros
Plus-values nettes réalisées sur titres, contrats à terme de taux d'intérêt et <i>swaps</i> de taux d'intérêt	260 059 727	460 588 711	(200 528 984)
Plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or	212 159 502	13 724 616	198 434 886
Plus-values nettes réalisées sur opérations financières	472 219 229	474 313 327	(2 094 098)

En 2011, ce poste comprenait les plus-values nettes réalisées sur cessions de titres ainsi que les gains de change nets sur les sorties de devises, provenant principalement des flux de yens enregistrés dans le cadre de la participation de la BCE aux interventions internationales concertées sur les marchés des changes, le 18 mars 2011 (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 »).

## 26 MOINS-VALUES LATENTES SUR ACTIFS FINANCIERS ET POSITIONS DE CHANGE

	2011 euros	2010 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres	(155 240 641)	(184 247 603)	29 006 962
Moins-values latentes sur <i>swaps</i> de taux d'intérêt	(2 216 642)	(10 963 861)	8 747 219
Moins-values latentes de change	0	(1 973)	1 973
Total	(157 457 283)	(195 213 437)	37 756 154

En 2011, 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 2011.

## 27 CHARGE NETTE DE COMMISSIONS

	2011 euros	2010 euros	Variation euros
Commissions (produits)	77 858	110 661	(32 803)
Commissions (charges)	(2 058 638)	(1 519 678)	(538 960)
Charge nette de commissions	(1 980 780)	(1 409 017)	(571 763)

En 2011, 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 19 « Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt »).

## 28 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.

## 29 AUTRES PRODUITS

En 2011, 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.

## 30 CHARGES DE PERSONNEL

Les traitements et indemnités, les cotisations au régime d'assurance maladie et les coûts divers (173,1 millions d'euros, contre 167,7 millions en 2010) figurent sous cette rubrique. Ce poste inclut également un montant de 43,0 millions d'euros (28,8 millions d'euros en 2010) comptabilisé au titre du plan de retraite de la BCE, des autres avantages postérieurs à l'emploi et des autres prestations à long terme (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 (1,3 million d'euros en 2010), 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 2011 ont été les suivants :

	2011 euros	2010 euros
Jean-Claude Trichet (président jusqu'en octobre 2011)	309 290	367 863
Mario Draghi (président depuis novembre 2011)	61 858	-
Lucas D. Papademos (vice-président jusqu'en mai 2010)	-	131 370
Vitor Constâncio (vice-président depuis juin 2010)	318 132	183 918
Gertrude Tumpel-Gugerell (membre du directoire jusqu'en mai 2011)	110 460	262 728
Peter Praet (membre du directoire depuis juin 2011)	154 644	-
José Manuel González-Páramo (membre du directoire)	265 104	262 728
Lorenzo Bini Smaghi (membre du directoire)	265 104	262 728
Jürgen Stark (membre du directoire)	265 104	262 728
Total	1 749 696	1 734 063

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 646 154 euros (660 731 euros en 2010).

En outre, les prestations versées aux membres du directoire lors de la prise ou cessation de fonction à la BCE sont ressorties à 159 594 euros (52 548 euros en 2010). Elles sont incluses dans le poste « Autres charges d'exploitation » du compte de résultat (cf. la note 31 « Autres charges d'exploitation »).

Des indemnités temporaires sont versées aux anciens membres du directoire pendant un certain temps après la fin de leur mandat. En 2011, ces versements ainsi que les allocations familiales correspondantes et les cotisations de la BCE aux régimes d'assurance maladie et accidents des anciens membres du directoire se sont élevés à 479 665 euros (contre 34 868 euros en 2010). Les retraites, y compris les indemnités correspondantes, versées aux anciens membres du directoire ou à leurs ayants droit et les cotisations aux régimes d'assurance maladie et accidents se sont établies à 321 929 euros (354 349 euros en 2010). Le montant total des versements en faveur des anciens membres du directoire est comptabilisé en tant que « Prestations servies » et réduit l'obligation de la BCE au titre des prestations définies en ce qui concerne les avantages postérieurs à l'emploi versés au directoire (cf. la note 14.3 « Divers »).

Fin 2011, le nombre effectif, en équivalent temps plein, des personnes titulaires d'un contrat de travail à la BCE s'élevait à 1 609<sup>29</sup>, dont 158 occupaient des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2011 :

	2011	2010
Total au 1 <sup>er</sup> janvier	1 607	1 563
Nouveaux membres du personnel/ changement de statut contractuel	313	328
Démissions/fin de contrat	(299)	(302)
Hausse/(baisse) nette liée aux changements des modalités de l'emploi à temps partiel	(12)	18
Total au 31 décembre	1 609	1 607
Effectif moyen employé	1 601	1 565

<sup>29</sup> 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.

### **31 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.

### **32 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](http://www.pwc.de)

Tel.: +49 69 9585-3691  
Fax: +49 69 9585 913023  
[muriel.atton@de.pwc.com](mailto:muriel.atton@de.pwc.com)

29 February 2012

### 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 2011, 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 2011, 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, 29 February 2012

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

  
Jens Roennberg  
Wirtschaftsprüfer

  
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 29 février 2012

## **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 2011, 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 2011 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 29 février 2012

**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 2011.*

### 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'EUROSISTÈME

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.

Pour 2011, à la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, le revenu total provenant des titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et une partie du revenu lié à la part de la BCE dans le total des billets en circulation, d'un montant de respectivement 1 002,8 millions et 163,4 millions d'euros, ont été transférés à la provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or. À l'occasion du versement par la BCE d'un acompte sur dividendes, le revenu lié à la part de la BCE dans le total des billets en circulation, s'élevant à 652 millions d'euros, a été distribué aux BCN de la zone euro le 3 janvier 2012, proportionnellement aux parts qu'elles ont libérées dans le capital souscrit de la BCE.

### 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 :

- (a) 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 ;

- (b) 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 *prorata* et jusqu'à concurrence des montants alloués aux BCN, conformément à l'article 32.5 des statuts du SEBC<sup>1</sup>.

Le Conseil des gouverneurs a décidé le 8 mars 2012 de ne pas abonder le fonds de réserve générale et de distribuer le bénéfice restant au titre de 2011, d'un montant de 76 millions d'euros, aux BCN de la zone euro proportionnellement aux parts du 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.

	2011 euros	2010 euros
Bénéfice de l'exercice	728 136 234	170 831 395
Acomptes sur dividendes versés au titre de la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation et relatifs aux titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres <sup>1)</sup>	(652 000 000)	(0)
Bénéfice de l'exercice après distribution du revenu au titre de la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation et provenant des titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres	76 136 234	170 831 395
Distribution du bénéfice aux BCN	(76 136 234)	(170 831 395)
Total	0	0

1) Le Programme pour les marchés de titres a été instauré en mai 2010.

<sup>1</sup> 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.



# BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2011

(EN MILLIONS D'EUROS)

ACTIF	31 DÉCEMBRE 2011	31 DÉCEMBRE 2010
<b>1 Avoirs et créances en or</b>	<b>423 458</b>	<b>367 402</b>
<b>2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>244 623</b>	<b>224 001</b>
2.1 Créances sur le FMI	85 655	71 319
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	158 968	152 681
<b>3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro</b>	<b>98 226</b>	<b>26 940</b>
<b>4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>25 355</b>	<b>22 603</b>
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	25 355	22 603
4.2 Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCE II	0	0
<b>5 Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire</b>	<b>863 568</b>	<b>546 747</b>
5.1 Opérations principales de refinancement	144 755	227 865
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	703 894	298 217
5.3 Opérations de réglage fin	0	20 623
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	14 823	25
5.6 Appels de marge versés	97	17
<b>6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>78 653</b>	<b>45 655</b>
<b>7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro</b>	<b>618 764</b>	<b>457 415</b>
7.1 Titres détenus à des fins de politique monétaire	273 854	134 829
7.2 Autres titres	344 910	322 586
<b>8 Créances en euros sur des administrations publiques</b>	<b>33 926</b>	<b>34 954</b>
<b>9 Autres actifs</b>	<b>346 694</b>	<b>276 493</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>2 733 267</b>	<b>2 002 210</b>

Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

PASSIF	31 DÉCEMBRE 2011	31 DÉCEMBRE 2010
<b>1 Billets en circulation</b>	<b>888 676</b>	<b>839 702</b>
<b>2 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire</b>	<b>849 477</b>	<b>378 008</b>
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	223 539	212 739
2.2 Facilité de dépôt	413 882	104 458
2.3 Reprises de liquidités en blanc	211 000	60 784
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	1 056	27
<b>3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>2 423</b>	<b>2 808</b>
<b>4 Certificats de dette émis</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	<b>79 726</b>	<b>79 792</b>
5.1 Administrations publiques	65 590	71 685
5.2 Autres engagements	14 137	8 107
<b>6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>156 876</b>	<b>47 703</b>
<b>7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro</b>	<b>4 546</b>	<b>1 995</b>
<b>8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>9 027</b>	<b>14 346</b>
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	9 027	14 346
8.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0
<b>9 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI</b>	<b>55 942</b>	<b>54 480</b>
<b>10 Autres passifs</b>	<b>209 582</b>	<b>172 388</b>
<b>11 Comptes de réévaluation</b>	<b>394 013</b>	<b>331 510</b>
<b>12 Capital et réserves</b>	<b>82 978</b>	<b>79 479</b>
<b>Total du passif</b>	<b>2 733 267</b>	<b>2 002 210</b>



# ANNEXES

## INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau suivant présente les instruments juridiques adoptés par la BCE en 2011. 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/2011/1	Recommandation de la Banque centrale européenne du 25 février 2011 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banque nationale de Belgique	JO C 67, 02.03.2011
BCE/2011/2	Orientation de la Banque centrale européenne du 17 mars 2011 modifiant l'orientation BCE/2007/2 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2)	JO L 86, 01.04.2011
BCE/2011/3	Orientation de la Banque centrale européenne du 18 mars 2011 modifiant l'orientation BCE/2004/18 relative à l'approvisionnement en billets en euros	JO L 86, 01.04.2011
BCE/2011/4	Décision de la Banque centrale européenne du 31 mars 2011 relative à des mesures temporaires concernant l'éligibilité des titres de créance négociables émis ou garantis par le gouvernement irlandais	JO L 94, 08.04.2011
BCE/2011/5	Décision de la Banque centrale européenne du 20 avril 2011 relative à la sélection des prestataires de service réseau de TARGET2-Titres	JO L 134, 21.05.2011
BCE/2011/6	Décision de la Banque centrale européenne du 9 mai 2011 modifiant la décision BCE/2004/3 relative à l'accès du public aux documents de la Banque centrale européenne	JO L 158, 16.06.2011
BCE/2011/7	Recommandation de la Banque centrale européenne du 9 juin 2011 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation des commissaires aux comptes extérieurs de l'Oesterreichische Nationalbank	JO C 174, 15.06.2011
BCE/2011/8	Décision de la Banque centrale européenne du 21 juin 2011 relative aux procédures d'autorisation environnementale et d'autorisation de santé et de sécurité pour la production de billets en euros	JO L 176, 05.07.2011
BCE/2011/9	Orientation de la Banque centrale européenne du 30 juin 2011 modifiant l'orientation BCE/2008/8 relative à la collecte de données concernant l'euro et au fonctionnement du Système d'information sur les données fiduciaires 2	JO L 217, 23.08.2011

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2011/10	Décision de la Banque centrale européenne du 7 juillet 2011 relative à des mesures temporaires concernant l'éligibilité des titres de créance négociables émis ou garantis par le gouvernement portugais	JO L 182, 12.07.2011
BCE/2011/11	Recommandation de la Banque centrale européenne du 25 août 2011 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation des commissaires aux comptes extérieurs du Banco de Portugal	JO C 258, 02.09.2011
BCE/2011/12	Règlement de la Banque centrale européenne du 25 août 2011 modifiant le règlement BCE/2008/32 concernant le bilan du secteur des institutions financières monétaires	JO L 228, 03.09.2011
BCE/2011/13	Orientation de la Banque centrale européenne du 25 août 2011 modifiant l'orientation BCE/2007/9 relative aux statistiques monétaires, des institutions financières et des marchés de capitaux	JO L 228, 03.09.2011
BCE/2011/14	Orientation de la Banque centrale européenne du 20 septembre 2011 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème (refonte)	JO L 331, 14.12.2011
BCE/2011/15	Orientation de la Banque centrale européenne du 14 octobre 2011 modifiant l'orientation BCE/2007/2 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2)	JO L 279, 26.10.2011
BCE/2011/16	Décision de la Banque centrale européenne du 31 octobre 2011 modifiant la décision BCE/2010/15 relative à la gestion des prêts de l'EFSF aux États membres dont la monnaie est l'euro et modifiant la décision BCE/2010/31 concernant l'ouverture de comptes pour le traitement de paiements en relation avec des prêts de l'EFSF aux États membres dont la monnaie est l'euro	JO L 289, 08.11.2011
BCE/2011/17	Décision de la Banque centrale européenne du 3 novembre 2011 relative à la mise en œuvre du deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées	JO L 297, 16.11.2011
BCE/2011/18	Décision de la Banque centrale européenne du 3 novembre 2011 modifiant la décision BCE/2010/23 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres dont la monnaie est l'euro	JO L 319, 02.12.2011
BCE/2011/19	Décision de la Banque centrale européenne du 15 novembre 2011 modifiant la décision BCE/2007/7 relative aux modalités de TARGET2-BCE	JO L 303, 22.11.2011



Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2011/20	Décision de la Banque centrale européenne du 16 novembre 2011 établissant les règles et procédures détaillées pour la mise en œuvre des critères d'accès des dépositaires centraux de titres aux services TARGET2-Titres	JO L 319, 02.12.2011
BCE/2011/21	Décision de la Banque centrale européenne du 1 <sup>er</sup> décembre 2011 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2012	JO L 324, 07.12.2011
BCE/2011/22	Recommandation de la Banque centrale européenne du 9 décembre 2011 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Nederlandsche Bank	JO C 367, 16.12.2011
BCE/2011/23	Orientation de la Banque centrale européenne du 9 décembre 2011 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la BCE en matière de statistiques extérieures (refonte).	JO L 65, 03.03.2012
BCE/2011/24	Recommandation de la Banque centrale européenne du 9 décembre 2011 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la BCE en matière de statistiques extérieures	JO C 64, 03.03.2012
BCE/2011/25	Décision de la Banque centrale européenne du 14 décembre 2011 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties	JO L 341, 22.12.2011
BCE/2011/26	Règlement de la Banque centrale européenne du 14 décembre 2011 modifiant le règlement BCE/2003/9 concernant l'application de réserves obligatoires	JO L 338, 21.12.2011
BCE/2011/27	Orientation de la Banque centrale européenne du 21 décembre 2011 modifiant l'orientation BCE/2010/20 concernant le cadre juridique des procédures comptables et d'information financière dans le Système européen de banques centrales	JO L 19, 24.01.2012

## AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau ci-après présente les avis adoptés par la BCE en 2011 et début 2012 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 sur le site internet de la BCE à la rubrique « *Legal Framework* » (Cadre juridique).

<b>(a) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'une institution européenne</b>		
<b>Numéro<sup>1</sup></b>	<b>Origine de la consultation et objet</b>	<b>Référence au JO</b>
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 surveillance complémentaire des entités financières des conglomérats financiers	JO C 62, 26.02.2011
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
CON/2011/12	Conseil – Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux systèmes 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	JO C 99, 31.03.2011
CON/2011/13	Conseil – Réforme de la gouvernance économique dans l'Union européenne	JO C 150, 20.05.2011
CON/2011/16	Conseil européen – Recommandation du Conseil concernant la nomination d'un membre du directoire de la Banque centrale européenne	JO C 74, 08.03.2011
CON/2011/17	Conseil – 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	JO C 91, 23.03.2011
CON/2011/18	Conseil – Proposition de règlement du Conseil sur les valeurs unitaires et les spécifications techniques des pièces libellées en euros destinées à la circulation (texte codifié)	JO C 114, 12.04.2011
CON/2011/22	Conseil – Recommandation en vue d'une décision du Conseil concernant des arrangements relatifs à la négociation d'un accord monétaire avec la République française, agissant pour le compte de la collectivité d'outre-mer française de Saint-Barthélemy	JO C 213, 20.07.2011

<sup>1</sup> Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro <sup>1</sup>	Origine de la consultation et objet	Référence au JO
CON/2011/24	Conseil européen – Projet de décision du Conseil européen modifiant l'article 136 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne en ce qui concerne un mécanisme de stabilité pour les États membres dont la monnaie est l'euro	JO C 140, 11.05.2011
CON/2011/32	Conseil – Proposition de règlement établissant des exigences techniques pour les virements et les prélèvements en euros	JO C 155, 25.05.2011
CON/2011/42	Conseil – Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2003/71/CE et 2009/138/CE en ce qui concerne les compétences de l'autorité européenne des marchés financiers et de l'autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles	JO C 159, 28.05.2011
CON/2011/44	Conseil – Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne	JO C 203, 09.07.2011
CON/2011/48	Conseil européen – Recommandation du Conseil concernant la nomination du président de la Banque centrale européenne	JO C 182, 23.06.2011
CON/2011/56	Conseil – Proposition de décision du Conseil relative à la signature et la conclusion de l'accord monétaire entre l'Union européenne et la République française, relatif au maintien de l'euro à Saint-Barthélemy, à la suite de son changement de statut au regard de l'Union européenne	JO C 213, 20.07.2011
CON/2011/58	Conseil – Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les contrats de crédit relatifs aux biens immobiliers à usage résidentiel	JO C 240, 18.08.2011
CON/2011/65	Parlement européen et Conseil – Proposition de règlement concernant l'émission de pièces en euros et proposition de règlement sur les valeurs unitaires et les spécifications techniques des pièces libellées en euros destinées à la circulation	JO C 273, 16.09.2011
CON/2011/77	Conseil européen – Recommandation du Conseil concernant la nomination d'un membre du directoire de la Banque centrale européenne	JO C301, 12.10.2011
CON/2011/100	Conseil européen – Recommandation du Conseil concernant la nomination d'un membre du directoire de la Banque centrale européenne	JO C 364, 14.12.2011
CON/2012/5	Conseil – Proposition de directive concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et proposition de règlement concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement	Non encore publiée au Journal officiel de l'Union européenne

**(b) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'un État membre et avis de sa propre initiative sur la législation d'un État membre<sup>2</sup>**

<b>Numéro</b>	<b>Origine de la consultation et objet</b>
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'Eurosystème
CON/2011/9	Pologne – Modifications de la constitution polonaise concernant 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 la liste des établissements financiers pouvant bénéficier de l'aide de la Trésorerie de l'État
CON/2011/14	Lituanie – Modification de la réglementation concernant le caractère définitif du règlement et les contrats de garantie financière
CON/2011/15	Roumanie – Modifications apportées à la législation relative au fonds de garantie des dépôts
CON/2011/19	France – Remise en circulation des billets en euros
CON/2011/20	Belgique – Centrale des crédits aux entreprises
CON/2011/21	Espagne – Renforcement du système financier espagnol
CON/2011/23	Pologne – Services de paiement
CON/2011/25	Slovénie – Prévention des retards de paiement
CON/2011/26	Roumanie – Modification de la réglementation concernant le caractère définitif du règlement et les contrats de garantie financière
CON/2011/27	Chypre – Réglementation relative aux obligations sécurisées
CON/2011/28	Belgique – Suppression de la mission de la Banque Nationale de Belgique comme dépositaire central des protêts
CON/2011/29	Chypre – Impôt spécial pour les banques et création d'un fond de stabilité financière indépendant

<sup>2</sup> 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.

Numéro	Origine de la consultation et objet
CON/2011/30	Belgique – Financement d’un registre central des numéros de comptes bancaires
CON/2011/31	Slovénie – Taxe portant sur la valeur totale du bilan d’une banque
CON/2011/33	Hongrie – Projet de Constitution en ce qui concerne la Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/34	Grèce – Cadre juridique applicable au fonds de prêts et de consignations et modifications apportées au dispositif d’amélioration de la liquidité de l’économie grecque suite à la crise financière internationale
CON/2011/35	Roumanie – Procédure de gestion du risque de règlement dans les systèmes à règlement net
CON/2011/36	Grèce – Modification des statuts de la Banque de Grèce
CON/2011/37	Pays-Bas – Renforcement de la gouvernance de la Nederlandsche Bank et de l’Autorité des marchés financiers
CON/2011/38	Autriche – Modification de la structure de gouvernance de l’Oesterreichische Nationalbank
CON/2011/39	Irlande – Mesures de redressement et de résolution des défaillances applicables aux établissements de crédit
CON/2011/40	Slovénie – Modifications apportées aux règles régissant le registre des actifs financiers
CON/2011/41	Belgique – Modifications de la réglementation concernant le caractère définitif du règlement et les contrats de garantie financière
CON/2011/43	Malte – Diverses modifications de la loi relative au Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta
CON/2011/45	Danemark – Introduction d’un dispositif d’indemnisation pour les établissements bancaires en difficulté
CON/2011/46	Lituanie – Réforme de la surveillance du marché financier en Lituanie
CON/2011/47	Lettonie – Nouvelle réglementation concernant le registre du crédit
CON/2011/49	Slovaquie – Rôle de la Národná banka Slovenska quant à la surveillance financière et le crédit à la consommation
CON/2011/50	Bulgarie – Structure du capital et de la gestion du dépositaire central de titres
CON/2011/51	République tchèque – Circulation des billets et des pièces
CON/2011/52	Bulgarie – Obligations d’échange d’informations et de coopération entre les autorités nationales de surveillance

Numéro	Origine de la consultation et objet
CON/2011/53	Hongrie – Cour des comptes de Hongrie concernant son audit de la Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/54	Espagne – Opérations transfrontalières
CON/2011/55	Slovénie – Harmonisation de la réglementation applicable à TARGET2-Titres et pouvoirs de sanction de la Banka Slovenije en matière de services d'investissement
CON/2011/57	Pologne – Transformation de succursales d'établissements de crédit étrangers en filiales
CON/2011/59	Hongrie – Recyclage des espèces et protection de la monnaie nationale et étrangère ayant cours légal contre le faux monnayage
CON/2011/60	Pays-Bas – Mesures d'intervention en cas de crise qui peuvent être prises à l'égard des établissements financiers en difficulté
CON/2011/61	Slovénie – Modifications apportées à la loi sur la prévention des retards de paiement
CON/2011/62	Pologne – Modifications apportées au cadre juridique des systèmes de paiement, de compensation et de règlement
CON/2011/63	Pologne – Introduction de comptes omnibus dans le cadre juridique régissant les systèmes de compensation et de règlement
CON/2011/64	Belgique – Protection contre le faux monnayage et maintien de la qualité de la circulation fiduciaire
CON/2011/66	Slovaquie – Taxe spéciale sur les établissements financiers exerçant leurs activités en Slovaquie
CON/2011/67	Lituanie – Obligations relatives aux prêts responsables applicables aux établissements de crédit
CON/2011/68	Italie – Ratification d'une modification des statuts du Fonds monétaire international par l'Italie et augmentation de sa quote-part
CON/2011/69	Irlande – Nouvelles règles renforçant la surveillance et les mesures d'exécution dans la réglementation financière
CON/2011/70	Slovénie – Autorisation de siéger comme membre du conseil de surveillance d'un établissement de crédit
CON/2011/71	Belgique – Catégories d'intermédiaires autorisés à maintenir en compte des titres dématérialisés libellés en monnaies étrangères ou en unités de compte
CON/2011/72	Grèce – Modifications apportées au régime grec de résolution de crises des établissements de crédit

Numéro	Origine de la consultation et objet
CON/2011/73	Roumanie – Statistiques et marchés monétaires interbancaires et de titres d’État gérés par la Banca Națională a României et régime de change et de réserves obligatoires
CON/2011/74	Roumanie – Prêt aux personnes physiques
CON/2011/75	République tchèque – Réserves obligatoires
CON/2011/76	Avis d’initiative – Réforme du fonds de garantie des dépôts des Pays-Bas
CON/2011/78	Slovénie – Sanctions liées à la protection de l’euro contre le faux monnayage
CON/2011/79	Belgique – Garantie d’État couvrant certains prêts accordés à Dexia SA et à Dexia Crédit Local SA
CON/2011/80	Slovaquie – Registre des situations financières
CON/2011/81	Slovénie – Modification des règles applicables aux obligations foncières et aux obligations communales
CON/2011/82	Luxembourg – Garantie d’État couvrant certains prêts accordés à Dexia SA et à Dexia Crédit Local SA
CON/2011/83	Portugal – Mesures d’intervention précoce et modification du régime de résolution et de liquidation applicable aux établissements de crédit et aux établissements financiers soumis à la surveillance prudentielle du Banco de Portugal
CON/2011/84	Irlande – Mesures de redressement et de résolution des défaillances applicables aux établissements de crédit
CON/2011/85	France – Garantie d’État couvrant certains prêts accordés à Dexia SA et à Dexia Crédit Local SA
CON/2011/86	Roumanie – Mesures de stabilisation et banques relais
CON/2011/87	Hongrie – Crédits hypothécaires en devises et contrats de prêt portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel
CON/2011/88	Irlande – Prolongation de la garantie de l’État irlandais relative à certains engagements éligibles des établissements de crédit
CON/2011/89	Portugal – Paiement par le Banco de Portugal de l’augmentation de la quote-part du Portugal au Fonds monétaire international
CON/2011/90	Danemark – Garantie contre les pertes afférentes à un dispositif d’indemnisation
CON/2011/91	Lituanie – Modification des règles relatives à la distribution des bénéfices du Lietuvos bankas

Numéro	Origine de la consultation et objet
CON/2011/92	Allemagne – Protection contre le faux monnayage et maintien de la qualité de la circulation fiduciaire
CON/2011/93	Chypre – Gestion des crises financières et établissement d'un fonds de stabilité financière indépendant
CON/2011/94	Italie – Protection contre le faux monnayage et maintien de la qualité de la circulation fiduciaire
CON/2011/95	Portugal – Recapitalisation des établissements de crédit par l'État
CON/2011/96	Slovaquie – Responsabilité budgétaire
CON/2011/97	Estonie – Représentation et paiement de la quote-part au Fonds monétaire international
CON/2011/98	Belgique – Réglementation régissant le financement du registre central des numéros de comptes bancaires
CON/2011/99	Lituanie – Modifications révisées des règles de répartition des bénéfices du Lietuvos bankas
CON/2011/101	Finlande – Législation concernant les marchés de titres
CON/2011/102	Roumanie – Paiement d'une augmentation de la quote-part de la Roumanie au Fonds monétaire international
CON/2011/103	Belgique – Création et financement d'un fonds de résolution et modification du calcul des contributions au fonds de protection des dépôts
CON/2011/104	Hongrie – Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/105	Malte – Authentification des pièces en euros et traitement des pièces en euros impropres à la circulation et imposition de mesures administratives et de sanctions
CON/2011/106	Hongrie – Avis d'initiative – Indépendance de la Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/107	Grèce – Modification du régime grec de résolution de crises des établissements de crédit
CON/2012/1	Chypre – Traitement des fonctionnaires
CON/2012/2	Allemagne – Mesures de stabilisation du marché financier
CON/2012/3	Luxembourg – Titres dématérialisés
CON/2012/4	Italie – Système de garantie des obligations des banques italiennes et échange de billets libellés en liras
CON/2012/6	Irlande – Réformes des retraites dans le secteur public



# CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSISTÈME <sup>1</sup>

## 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 18 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.

## 7 AVRIL 2011

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 1,25 % à compter de l'opération devant être réglée le 13 avril 2011. En outre, il décide de relever de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 2,00 % et 0,50 % avec effet au 13 avril 2011.

<sup>1</sup> La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2010 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.

#### **5 MAI 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, 1,25 %, 2,00 % et 0,50 %.

#### **9 JUIN 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, 1,25 %, 2,00 % et 0,50 %. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 11 octobre 2011, notamment le maintien de procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

#### **7 JUILLET 2011**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 1,50 % à compter de l'opération devant être réglée le 13 juillet 2011. En outre, il décide de relever de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 2,25 % et 0,75 % avec effet au 13 juillet 2011.

#### **4 AOÛT 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, 1,50 %, 2,25 % et 0,75 %. Il décide également

de plusieurs mesures pour faire face au regain de tensions sur certains marchés financiers. En particulier, il décide que l'Eurosystème fournira des liquidités par le biais d'une opération supplémentaire de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois environ, sous la forme d'un appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Il décide également des dispositions relatives aux procédures d'appel d'offres et des modalités applicables à ses opérations de refinancement jusqu'au 17 janvier 2012, notamment le maintien de ses procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

#### **8 SEPTEMBRE 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, 1,50 %, 2,25 % et 0,75 %.

#### **6 OCTOBRE 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, 1,50 %, 2,25 % et 0,75 %. Il décide également des détails de ses opérations de refinancement entre octobre 2011 et le 10 juillet 2012, notamment de mener deux opérations de refinancement à plus long terme - l'une en octobre 2011, d'une durée de douze mois environ, et l'autre en décembre 2011, d'une durée de treize mois environ - et de continuer à réaliser toutes ses opérations de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. En outre, le Conseil des gouverneurs décide de lancer un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées en novembre 2011.

### **3 NOVEMBRE 2011**

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 9 novembre 2011. En outre, il décide d'abaisser de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 2,00 % et 0,50 % avec effet au 9 novembre 2011.

### **8 DÉCEMBRE 2011**

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 14 décembre 2011. En outre, il décide d'abaisser de 25 points de base le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 1,75 % et 0,25 % avec effet au 14 décembre 2011. Il décide également d'adopter de nouvelles mesures non conventionnelles, notamment :

- a) d'effectuer deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans environ ;
- b) d'accroître la disponibilité des garanties ;
- c) d'abaisser le taux des réserves obligatoires à 1 % ; et
- d) d'interrompre temporairement les opérations de réglage fin effectuées le dernier jour de chaque période de constitution des réserves.

### **12 JANVIER, 9 FÉVRIER, 8 MARS 2012**

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 %.

# COMMUNICATIONS DE LA BCE RELATIVES AUX APPORTS DE LIQUIDITÉ<sup>1</sup>

Pour plus de détails sur les opérations d'apport de liquidité effectuées par l'Eurosystème en 2011, cf. la rubrique *Open market operations* du site internet de la BCE.

## APPORT DE LIQUIDITÉ EN EUROS

### 3 MARS 2011

La BCE annonce le détail des opérations de refinancement dont le règlement interviendra entre le 13 avril et le 12 juillet 2011.

### 31 MARS 2011

La BCE annonce la suspension du seuil de notation pour les titres de créance de l'État irlandais.

### 9 JUIN 2011

La BCE annonce le détail des opérations de refinancement dont le règlement interviendra entre le 13 juillet et le 11 octobre 2011.

### 7 JUILLET 2011

La BCE annonce la modification de l'éligibilité des titres de créance émis ou garantis par l'État portugais.

### 4 AOÛT 2011

La BCE annonce le détail des opérations de refinancement dont le règlement interviendra entre le 12 octobre 2011 et le 17 janvier 2012.

### 6 OCTOBRE 2011

La BCE annonce un nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées ainsi que le détail des opérations de refinancement prévues entre octobre 2011 et le 10 juillet 2012.

### 3 NOVEMBRE 2011

La BCE annonce le détail de son nouveau programme d'achat d'obligations sécurisées.

### 8 DÉCEMBRE 2011

La BCE annonce des mesures de soutien au crédit bancaire et à l'activité du marché monétaire.

### 16 DÉCEMBRE 2011

La BCE annonce deux opérations de réglage fin d'apport de liquidité d'une durée d'un jour.

## APPORT DE LIQUIDITÉ DANS D'AUTRES DEVICES ET ACCORDS AVEC D'AUTRES BANQUES CENTRALES

### 29 JUIN 2011

La BCE annonce la prolongation des opérations d'apport de liquidité en dollars.

### 25 AOÛT 2011

La BCE annonce la prolongation de l'accord de *swap* conclu avec la Bank of England.

### 15 SEPTEMBRE 2011

La BCE annonce des opérations supplémentaires d'apport de liquidité en dollars couvrant la fin de l'année.

### 30 NOVEMBRE 2011

Action concertée des banques centrales afin de réduire les tensions sur les marchés monétaires internationaux.

<sup>1</sup> Les dates correspondent à la date de publication de l'annonce.

# 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'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](mailto: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) [OFIs (*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 BCE 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 BCE 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.

**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 (*ECOFIN Council*)** : 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 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 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 de l'UE) [Council of the European Union (EU 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 (CCP)]** : 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.

**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 (DCT) [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 (numéraire, dépôts, crédits et titres autres qu'actions à l'exclusion des produits dérivés) 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 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.

**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)** : 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.



**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 (*Eurogroup*) :** 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 BCE sont régulièrement invitées à participer à ses réunions.

**Eurosystème (*Eurosystem*) :** système de banque centrale de la **zone euro**. Il comprend la BCE et les BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

**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 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**).

**Fonds européen de stabilité financière (FESF) [*European Financial Stability Facility (EFSF)*] :** société à responsabilité limitée mise en place par les pays 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. Le FESF est doté d'une capacité effective de prêt de 440 milliards d'euros et ces crédits sont financés par le biais d'émissions de **titres de créance**, garantis, au *pro rata*, par les pays de la zone euro.

**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**.

**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<sup>er</sup> janvier 1994. L'IME a été mis en liquidation le 1<sup>er</sup> juin 1998, après la création de la BCE.

**Investissements directs (*Direct investment*)** : investissements internationaux 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.

**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 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.

**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 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 européenne 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.

**Mécanisme européen de stabilité (MES) [European Stability Mechanism (ESM)] :** organisation intergouvernementale mise en place par les pays de la **zone euro**, sur la base du Traité instituant le Mécanisme européen de stabilité. Elle offre un mécanisme permanent de gestion de crise destiné à fournir un soutien financier aux pays membres de la zone lorsqu'il est établi que cela est indispensable pour préserver la **stabilité financière** de la zone dans son ensemble. Le MES devrait entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2012. Il remplacera à la fois le **Fonds européen de stabilité financière** et le **Mécanisme européen de stabilisation financière**. Il sera doté d'une capacité effective initiale d'intervention de 500 milliards d'euros. Les prêts du MES seront subordonnés à une stricte conditionnalité.

**Mesures non conventionnelles (Non-standard measures) :** mesures temporaires prises par la BCE afin de soutenir l'efficacité de ses décisions en matière de taux d'intérêt et leur transmission à l'économie de la **zone euro** dans son ensemble, 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 BCE.

**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'**Eurosysteme** 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'Eurosysteme 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'**Eurosysteme** 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'**Eurosysteme** exécute sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Les opérations mensuelles régulières sont assorties d'une échéance de trois mois. Au cours des turbulences apparues sur les marchés financiers en août 2007, des opérations supplémentaires assorties d'échéances allant d'une **période de constitution des réserves** à 36 mois ont été effectuées selon des fréquences variables.

**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.

**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 de la résolution du **Conseil européen** d'Amsterdam en date du 17 juin 1997 relative au Pacte de stabilité et de croissance et de trois 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 ; (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 ; et (3) le règlement (UE) n° 1173/2011 du 16 novembre 2011 sur la mise en œuvre efficace de la surveillance budgétaire dans la zone euro. 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.

**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** qui suit la réunion du **Conseil des gouverneurs** au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. La BCE publie un calendrier des périodes de constitution des réserves obligatoires au moins trois mois avant le début de l'année concernée.

**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, 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** 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. Le 6 octobre 2011, le Conseil des gouverneurs a décidé de lancer un deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées (*Covered bond purchase programme – CBPP2*). Ce programme permet à l'**Eurosystème** d'acheter des obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro pour un montant nominal prévu de 40 milliards d'euros. Les achats sont effectués sur le marché primaire et sur le marché secondaire.

**Programme pour les marchés de titres [Securities Markets Programme (SMP)] :** programme mis en place 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'**Eurosystème** sont publiées en juin et en décembre tandis que celles réalisées par les services de la BCE 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.

**Réserves obligatoires (Reserve requirement) :** montant minimum de réserves qu'un **établissement de crédit** est tenu de constituer auprès de l'**Eurosystème** 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 antérieure, 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.

**Système européen de banques centrales (SEBC) [*European System of Central Banks (ESCB)*]** : constitué de la BCE et des BCN de chacun des vingt-sept États membres de l'UE, il comprend, outre les membres de l'**Eurosystème**, 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'Eurosystème 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'Eurosystème permettant aux **dépositaires centraux de titres** et aux BCN d'offrir un tronc 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 BCE 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**. 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 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.

**Titrisation (Securitisation)** : montage consistant à regrouper des actifs financiers comme des crédits hypothécaires sur l'immobilier résidentiel, puis à les céder à un véhicule financier *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.

**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<sup>er</sup> 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<sup>er</sup> 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.

**Transactions de gré à gré [Over-the-counter (OTC) trading]** : Mode de négociation qui ne fait pas intervenir de marché régulé. Sur les marchés de gré à gré tels que ceux des produits dérivés, les opérations sont négociées directement par les participants, généralement par téléphone ou par des liaisons informatiques.

**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<sup>er</sup> janvier 1999 avec le transfert des compétences monétaires à la BCE 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<sup>er</sup> 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 BCE. 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 Slovénie, la Slovaquie et la Finlande.

ISSN 1561-4581



9 771561 458005