



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

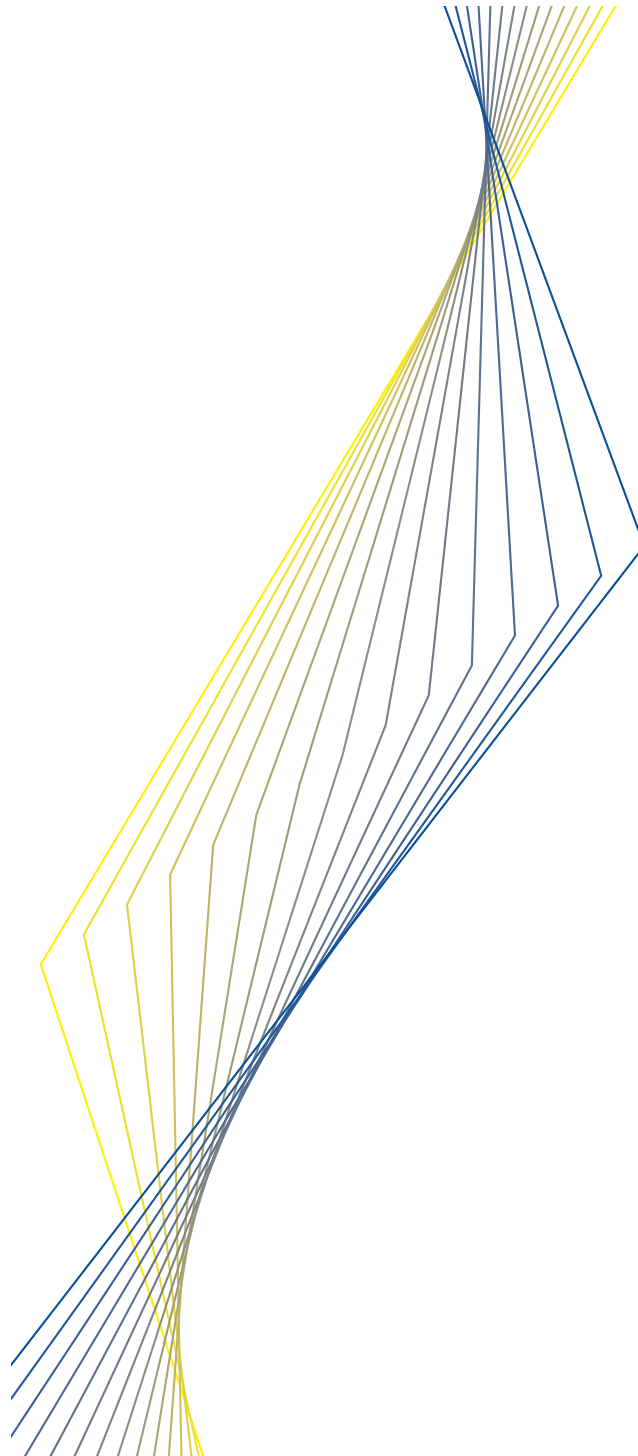
ECB EZB EKT BCE EKP

RAPPORT ANNUEL

1999



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



**RAPPORT
ANNUEL**

1999

© **Banque centrale européenne, 2000**

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

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

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

Achévé de rédiger le 7 mars 2000.

ISSN 1561-4581

Sommaire

Avant-propos	I
---------------------	---

Chapitre I

Les évolutions économiques et la politique monétaire

1 Les décisions de politique monétaire dans le cadre de la stratégie de l'Eurosystème	8
2 Les évolutions monétaires et financières	12
2.1 Les évolutions monétaires	12
2.2 Les marchés de capitaux	16
3 Les évolutions de prix	26
4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail	31
5 Les évolutions budgétaires	39
6 L'environnement macroéconomique international, les taux de change et la balance des paiements	42

Chapitre II

Les opérations de banques centrales

1 La mise en œuvre de la politique monétaire	52
1.1 La gestion de la liquidité	52
1.2 Les opérations principales de refinancement	53
1.3 Les opérations de refinancement à plus long terme	54
1.4 Les autres opérations d'open market	55
1.5 Les facilités permanentes	56
1.6 Le système de réserves obligatoires	56
1.7 Les garanties éligibles de l'Eurosystème et leur utilisation pour les opérations de crédit	57
1.8 La participation des contreparties de l'Eurosystème aux opérations de politique monétaire	58
1.9 Les évolutions sur le marché monétaire	59
2 Le placement des réserves de change et des fonds propres	59
2.1 Les réserves de change de l'Eurosystème	59
2.2 La stratégie de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves de change	60
2.3 La gestion des fonds propres de la BCE	61
3 Le fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement	61
3.1 Le système Target	61
3.2 Le modèle de banque centrale correspondante	63
4 La gestion du risque	64

Chapitre III

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

Chapitre IV

La coopération européenne/internationale et l'Eurosystème

I Les questions européennes	82
1.1 Relations bilatérales	82
1.2 La coordination des politiques économiques dans l'Union européenne	86
1.3 Le dialogue macroéconomique	88
2 Les questions internationales	89
2.1 Les activités de la BCE dans le domaine de la coopération multilatérale	90
2.2 L'évolution des relations bilatérales entre la BCE et les pays ne faisant pas partie de l'Union européenne	93
2.3 L'architecture du système monétaire et financier international	94
2.4 Le rôle international de l'euro	97

Chapitre V

Les systèmes de paiement et de règlement de titres

1 Le suivi des systèmes de paiement de montant élevé	102
2 Vue d'ensemble des systèmes de paiement de masse	103
3 Les autres activités des systèmes de paiement	104
4 La stratégie relative aux systèmes de règlement de titres	104

Chapitre VI

La stabilité financière et la surveillance prudentielle

1 Le cadre institutionnel de la stabilité financière	108
2 Les changements structurels au sein du secteur bancaire et financier de l'UE	110
3 L'étude macroprudentielle	111
4 Les systèmes d'évaluation des risques et centrales des risques	112

Chapitre VII

La production des billets de banque en euro et les préparatifs de l'échange des espèces

1	La production des billets de banque en euro	116
2	La qualité des billets de banque et pièces de monnaie en euro	116
3	La protection contre la contrefaçon des billets et des pièces en euro	117
4	La campagne EURO 2002	117
5	Le passage aux billets de banque et pièces de monnaie en euro en 2002	118
6	La circulation des espèces avant 2002	119

Chapitre VIII

L'évolution du cadre statistique

Chapitre IX

Les autres missions et activités

1	Les fonctions consultatives	130
2	Le respect des interdictions du financement monétaire de l'État et de l'accès privilégié aux institutions financières	131
3	Le passage à l'an 2000	132
4	La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires	135

Chapitre X

L'information du public et le principe de responsabilité

1	La politique d'information de la BCE et ses instruments	138
1.1	Les objectifs de la politique de communication	138
1.2	Les instruments de communication	138
2	La responsabilité	140
2.1	L'indépendance et la responsabilité des banques centrales dans l'Union économique et monétaire	140
2.2	Le rôle du Parlement européen et l'obligation de la BCE de rendre compte	140

Chapitre XI

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

1 L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales	144
2 Les organes de décision de la BCE	145
2.1 Le Conseil des gouverneurs	145
2.2 Le Directoire	147
2.3 Le Conseil général	148
3 L'organisation de la BCE	150
3.1 Le gouvernement d'entreprise	150
3.2 L'évolution des effectifs	150
3.3 L'organigramme de la BCE	152
4 Les comités du SEBC	153

Chapitre XII

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

Annexes

Glossaire	174
Chronologie	187
Documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE)	193

Liste des encadrés, tableaux et graphiques

Encadrés

1 Transformations structurelles du secteur bancaire et leur importance pour la politique monétaire	17
2 Examen des facteurs de hausse des rendements des obligations nominales en utilisant les obligations indexées Graphique : Point mort d'inflation calculé pour les prix à la consommation en France	21
3 Les effets de la déréglementation du marché sur les prix à la consommation Graphique : Équipements et services liés au téléphone et au télécopieur	28
4 Écarts de croissance et d'inflation dans la zone euro Tableau : Croissance du PIB réel et évolution de l'IPCH dans les pays de la zone euro	32

5	La diminution de l'excédent au titre des échanges de biens de la zone euro en 1999	47
	Graphique : Importations en volume des principaux marchés à l'exportation de la zone euro	
6	Fonction et activités de représentation permanente de la BCE à Washington	91
7	Procédures de consultation en 1999	130

Tableaux

1	Évolution des prix et des coûts dans la zone euro	26
2	Structure de la croissance du PIB réel dans la zone euro	31
3	Production industrielle de la zone euro	36
4	Évolutions du marché du travail de la zone euro	38
5	Situations budgétaires dans la zone euro	39
6	Indicateurs macroéconomiques pour le Danemark	71
7	Indicateurs macroéconomiques pour la Grèce	73
8	Indicateurs macroéconomiques pour la Suède	75
9	Indicateurs macroéconomiques pour le Royaume-Uni	77
10	Quantité de billets de banque en euro à produire pour le 1 ^{er} janvier 2002	120

Graphiques

1	Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire	9
2	Croissance de M3 dans la zone euro	12
3	Composantes de M3 dans la zone euro	13
4	Prêts accordés au secteur privé et taux d'intérêt appliqués par les banques de dépôt	15
5	Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro	18
6a	Rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	20
6b	Écart des taux d'intérêt à dix ans entre les États-Unis et la zone euro	20
7	Indices des cours des actions dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon	23
8	Ventilation de l'IPCH dans la zone euro par composantes	27
9	Contributions à la croissance trimestrielle du PIB réel dans la zone euro	34
10	Indicateurs de confiance dans la zone euro	35
11	Emploi total dans la zone euro	37
12	Chômage dans la zone euro	38
13	Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées	44
14	Taux de change effectif nominal	45

Abréviations

Pays

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

Autres

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banques centrales nationales
BRI	Banque des règlements internationaux
Écu	Unité de compte européenne
EUR	Euro
FAB	Franco à bord à la frontière de l'exportateur
FMI	Fonds monétaire international
IFM	Institutions financières monétaires
IME	Institut monétaire européen
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIT	Organisation internationale du travail
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes 1995
UE	Union européenne

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



Avant-propos



Ce *Rapport annuel* de la BCE est le premier qui porte sur une année entière d'exercice de la politique monétaire de l'Eurosystème. Il traite également des autres activités de l'Eurosystème et du Système européen de banques centrales.

Une analyse rétrospective de la première année d'existence de l'euro fournit certains motifs de satisfaction. La politique monétaire unique a débuté sous des auspices favorables puisqu'elle bénéficiait des mesures judicieuses prises avant l'introduction de l'euro. En outre, la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème s'est révélée un précieux outil, tant pour les décisions de politique monétaire que pour leur justification devant l'opinion publique. Tout au long de l'année, l'Eurosystème a dès lors été en mesure de se consacrer principalement au maintien du climat de stabilité des prix, la hausse des prix s'établissant en moyenne à un peu plus de 1 %. Le fait que les prix soient restés stables dans la zone euro constitue un succès qui ne doit pas être sous-estimé, comme l'atteste l'examen du passé assez récent. En effet, au cours de la seconde moitié de ce siècle, la stabilité des prix a constitué l'exception et non la règle. L'Eurosystème continuera donc

d'expliquer l'importance de son objectif premier de maintien de la stabilité des prix dans la zone euro et sa politique monétaire demeurera axée sur la réalisation de cet objectif. Il existe néanmoins des limites à l'efficacité de la politique monétaire. Ainsi, elle ne peut prévenir les fluctuations à court terme des prix. Elle doit donc faire porter l'essentiel de ses efforts sur le moyen terme et être évaluée dans une perspective à moyen terme. En outre, la politique monétaire doit recevoir le soutien de politiques budgétaires saines, de politiques structurelles visant à assurer un fonctionnement efficace des marchés et d'un comportement responsable des partenaires sociaux.

L'Eurosystème doit agir en tant qu'entité unique et en tant que véritable organe européen, ce qui signifie que ses décisions doivent toujours prendre en compte la situation dans l'ensemble de la zone euro. La politique monétaire est une et indivisible ; elle ne peut réagir à des situations spécifiques prévalant dans certains pays ou certaines régions de la zone euro. Dans toute union monétaire de la taille de la zone euro, il est inévitable que la hausse des prix et d'autres évolutions économiques ne soient pas uniformes d'un pays à l'autre. L'existence de telles divergences, sauf à dépasser certains niveaux, doit être considérée comme normale, comme le montre l'expérience d'autres grandes unions monétaires, notamment celle des États-Unis. Toutefois, si ces différences menaçaient de prendre des proportions trop importantes, des mesures correctrices ne pourraient intervenir qu'au niveau des autorités nationales, dans les domaines de la politique budgétaire, des politiques structurelles et de la capacité d'adaptation des marchés.

À la fin de 1998 et durant les premiers mois de 1999, l'économie de la zone euro a connu un ralentissement de la croissance dans un contexte de faible hausse des prix. Les crises financières qui ont touché l'Asie et la Russie se sont fait sentir en Europe. Une évaluation, fondée sur une large gamme d'indicateurs, des perspectives d'évolution des prix et des

risques pour la stabilité des prix, qui constitue le second pilier de notre stratégie de politique monétaire, laissait globalement présager une poursuite des pressions à la baisse des prix. Le premier pilier de la stratégie, c'est-à-dire un rôle de premier plan assigné à la monnaie avec une analyse de la croissance monétaire par rapport à sa valeur de référence, a fait ressortir un taux de croissance de M3 voisin de 5 % au début de 1999. Il s'agissait là d'un niveau proche de la valeur de référence de 4,5 %. Il apparaissait probable que le passage à l'euro avait, en lui-même, eu une incidence sur la croissance monétaire au début de 1999. Les évolutions monétaires observées en 1999 ne semblaient pas dès lors impliquer un risque pour la stabilité des prix à moyen terme. Aussi, prenant en compte l'ensemble des éléments fournis par les deux piliers, le Conseil des gouverneurs de la BCE a-t-il décidé, le 8 avril, de réduire de 50 points de base le taux des opérations principales de refinancement de la BCE, le ramenant à 2,5 %. À la suite de cette réduction, les taux d'intérêt nominaux à court terme de la zone euro ont retrouvé un plancher historique. Cette situation a contribué à créer un environnement permettant d'exploiter le potentiel de croissance de la zone euro sans mettre en danger la stabilité des prix.

Au cours de l'année 1999, les risques à la baisse entourant la stabilité des prix ont diminué et les risques de hausse, dont l'ampleur est allée croissant, sont passés au premier plan. L'écart entre la croissance monétaire et la valeur de référence qui lui est assignée a continué de s'élargir, tandis que l'augmentation des concours au secteur privé s'inscrivait sur un rythme annuel dépassant 10%. La situation de liquidité dans la zone euro était généreuse et les taux d'intérêt de la BCE étaient relativement bas. L'ensemble de ces évolutions dénotait l'existence de risques à la hausse pour la stabilité des prix à moyen terme. Parallèlement, on voyait se développer des tensions sur les prix liées à la hausse persistante des cours du pétrole et à la dépréciation du taux de change de l'euro dans un contexte où les perspectives économiques

commençaient à s'éclaircir. Par conséquent, les deux piliers de la stratégie de politique monétaire signalaient la montée des risques pour la stabilité des prix à moyen terme. Le 4 novembre 1999, le Conseil des gouverneurs a relevé de 50 points de base les trois principaux taux d'intérêt de la BCE. Par la suite, il a été décidé, le 3 février 2000 et le 16 mars, de relever en deux occasions ces taux de 25 points de base. Le choix du moment où sont intervenus ces relèvements a démontré le caractère prospectif de la politique monétaire de l'Eurosystème ; en agissant avant que les risques ne se concrétisent, on peut éviter d'avoir à relever ultérieurement les taux d'intérêt dans des proportions importantes. Plutôt que de faire avorter une reprise économique, de telles mesures contribuent à créer l'une des conditions nécessaires à une croissance économique forte et durable.

L'euro a vu le jour il y a peu de temps et la BCE et l'Eurosystème sont des institutions de création récente. Il ne s'est guère écoulé plus d'un an depuis l'introduction de la monnaie unique. Son introduction, notamment les aspects techniques du processus, s'est déroulée sans heurts. Les premières semaines de janvier 1999 ont vu l'intégration des marchés monétaires de la zone euro. Le cadre opérationnel de l'Eurosystème, avec le recours à des opérations de refinancement, des facilités permanentes et un système de réserves obligatoires avec constitution en moyenne, a remarquablement bien fonctionné. Les taux d'intérêt au jour le jour ont été généralement stables sans qu'il soit besoin de recourir à des mécanismes de réglage fin. La BCE n'a effectué qu'une seule opération de réglage fin au début 2000 afin d'absorber un excédent de liquidité après le passage réussi à l'an 2000.

L'Eurosystème porte naturellement beaucoup d'intérêt à tout ce qui touche à un éventuel élargissement de la zone euro. C'est pourquoi les évolutions intervenant dans les États membres n'ayant pas encore adopté l'euro sont soigneusement analysées. L'Eurosystème apprécie ses travaux avec les États membres

concernés au sein du Conseil général de la BCE. Le processus d'accession de nouveaux États membres à l'Union européenne fait également l'objet d'un suivi attentif de la part de l'Eurosystème. Au bout du compte, ces pays doivent remplir les critères de convergence pour pouvoir adopter l'euro. À cet égard, l'Eurosystème a établi des contacts avec les banques centrales de l'ensemble des pays candidats et est prêt à apporter sa contribution au processus d'adhésion dans ses domaines de compétence.

Jusqu'à présent, j'ai essentiellement évoqué les activités de la BCE et de l'Eurosystème. Cependant, dès son introduction, l'euro a commencé à avoir une incidence sur l'ensemble du système financier, l'économie de la zone euro en général et le système monétaire international. L'euro est immédiatement devenu la deuxième plus importante devise au niveau mondial. Les effets de l'euro s'exercent en permanence et iront s'accroissant dans les années à venir. Les tendances déjà perceptibles dans le secteur financier ont été favorisées par l'introduction de l'euro. D'une façon générale, le rôle des marchés dans l'allocation des ressources financières s'accroît par rapport à celui des intermédiaires financiers. La profondeur et la liquidité des marchés financiers vont en se renforçant. Certains compartiments du marché des capitaux, auparavant peu développés, comme celui des obligations de sociétés, ont connu un important développement. En général, le volume de transactions sur les marchés financiers a été élevé, montrant ainsi que l'euro était bien accepté.

Il est possible de progresser encore dans l'intégration des marchés de capitaux, notamment grâce à des mesures assurant des conditions d'égalité de concurrence. Il en va de même de la création d'un marché unique des services financiers. L'Eurosystème a ainsi mis en évidence le fait que les systèmes de paiement de masse, qui réduisent les coûts et accroissent la rapidité des paiements transfrontière, doivent pouvoir être mis en œuvre au plus tard à la date de mise en circulation des pièces et billets en euros.

Les pressions en faveur d'une restructuration se sont accrues en 1999, comme l'atteste également le dynamisme des opérations de fusion-acquisition, tendance qui ne s'est pas limitée au secteur financier. Dans ce dernier secteur, toutes les catégories d'intermédiaires et d'institutions, des banques aux marchés boursiers, sont touchées par ce phénomène, de même que les systèmes de paiement et de règlement. Même si les fusions et acquisitions présentent encore, dans bien des cas, un caractère national, cela pourrait bien changer à l'avenir. L'euro stimule la concurrence en améliorant la transparence et les comparaisons transfrontière s'en trouvent facilitées au sein de la zone euro, ce qui a un effet favorable pour le marché unique et renforce, en définitive, le bien-être économique. Ce processus connaîtra une nouvelle accélération avec l'introduction des pièces et billets en euros. L'introduction de l'euro implique également que les différences dans la qualité des politiques économiques des pays de la zone euro ressortent davantage. Cela devrait être considéré comme une occasion pour les gouvernements d'apprendre les uns des autres et d'identifier et d'adopter les meilleures pratiques. Les modifications structurelles dans la zone euro sont analysées attentivement par l'Eurosystème, étant donné qu'elles peuvent avoir une incidence sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, en particulier en ce qui concerne la hausse des prix, et sur la rapidité de ce processus. Dans une perspective plus générale, il est important que la zone euro dispose d'un système financier efficace et solide dans la mesure où la conduite de la politique monétaire s'en trouve également facilitée.

Certains changements non directement liés à l'introduction de l'euro appellent également l'attention de l'Eurosystème. Le développement de la monnaie électronique a des répercussions sur toutes les grandes fonctions des banques centrales : la politique monétaire, la préoccupation de maintien de la stabilité financière, la surveillance bancaire et la surveillance des systèmes de paiement. L'Eurosystème attache une grande

importance à l'adoption d'un cadre réglementaire solide régissant l'émission de monnaie électronique. À l'heure où le présent Rapport annuel est imprimé, des progrès dans ce domaine ont été accomplis dans l'Union européenne, mais les propositions actuelles en termes de réglementation doivent encore être améliorées. Il s'agit ici en particulier des dispositions destinées à garantir que seules les institutions de crédit soumises à un contrôle soient autorisées à émettre des montants significatifs de monnaie électronique, que l'Eurosystème puisse étendre l'accès à ses instruments de politique monétaire aux émetteurs de monnaie électronique et que la monnaie électronique soit toujours remboursable au pair.

Le passage à l'an 2000 s'est déroulé sans problèmes, grâce en grande partie aux préparatifs minutieux effectués dans de nombreux secteurs, notamment le secteur financier de l'Eurosystème. L'euro a eu un démarrage réussi, mais son succès et celui de l'Union économique et monétaire relèvent, à l'évidence, d'un processus de longue haleine. L'Eurosystème jouera son rôle en s'efforçant de garantir ce succès. Les travaux dans tous les domaines précités, et dans d'autres, se poursuivront cette année et au-delà en vue de conforter la position de l'euro et de l'Eurosystème, son infrastructure et son cadre opérationnel.

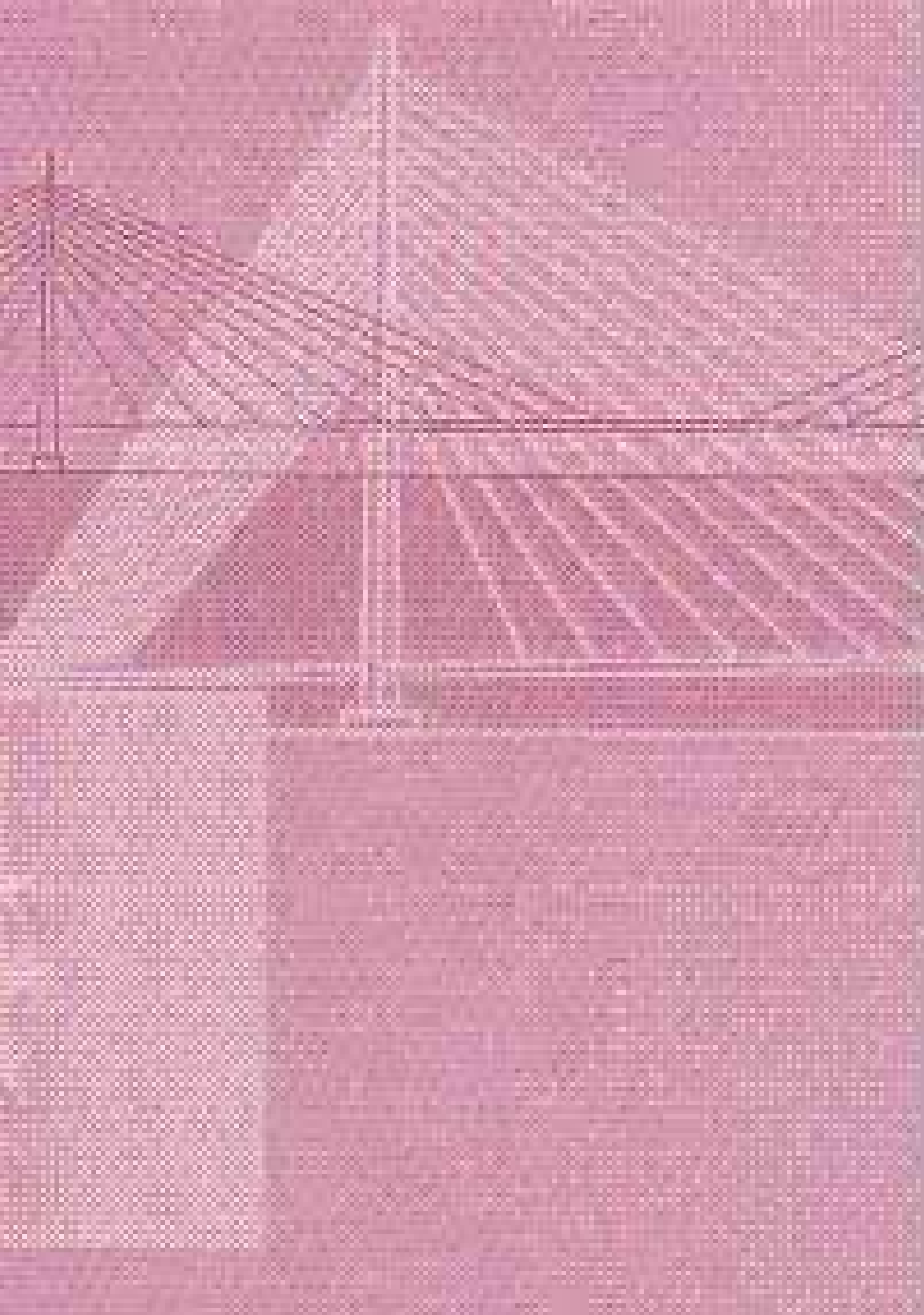
L'économie de la zone euro rentre désormais dans une phase cruciale. Une excellente opportunité de réaliser des progrès significatifs en matière de réduction du chômage

dans l'ensemble de la zone euro et de revitaliser l'économie se présente désormais avec l'accélération de la croissance dans un contexte de stabilité des prix. Elle ne pourra être exploitée que si les autorités font les bons choix et si le secteur privé a confiance dans l'avenir et ose ainsi prendre des initiatives. Mettre fermement l'accent sur le maintien de la stabilité des prix à moyen terme est la meilleure contribution que puisse apporter la politique monétaire à la réduction du chômage. En même temps, cela renforcerait la crédibilité de l'Eurosystème et inciterait les citoyens à avoir confiance dans le maintien à terme de la valeur de leur monnaie, l'euro. Conformément au Pacte de stabilité et de croissance, les autorités budgétaires devraient ramener leurs déficits à des niveaux proches de l'équilibre, ou même réaliser des excédents. Les autorités devraient traduire en actes leurs intentions d'engager des réformes structurelles conférant davantage de souplesse au fonctionnement des marchés et compléter les mesures déjà prises. Lors des négociations salariales, les partenaires sociaux devraient prendre en compte l'importance du maintien de la stabilité des prix, la croissance de la productivité, la nécessité de réduire le chômage et le fait que des circonstances différentes appellent des évolutions salariales différenciées ; nous devons considérer l'avenir comme ouvrant des possibilités d'apporter le bien-être aux citoyens européens ; il convient de saisir ces opportunités, favorisant ainsi le processus qui tend à faire de l'Europe une force dynamique de premier plan dans l'économie mondiale.

Francfort sur le Main, mars 2000

A blue ink signature of Willem F. Duisenberg, consisting of several overlapping, fluid strokes that form a complex, somewhat abstract shape.

Willem F. Duisenberg



Chapitre I

Les évolutions économiques et la politique monétaire

I Les décisions de politique monétaire dans le cadre de la stratégie de l'Eurosystème

En vertu de ses obligations statutaires, l'objectif principal de l'Eurosystème est de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. Afin de réaliser cet objectif, les décisions de politique monétaire sont prises dans une optique prospective fondée sur une stratégie axée sur la stabilité. Cette stratégie a été adoptée en octobre 1998 (cf. article dans le numéro de janvier 1999 du *Bulletin mensuel de la BCE intitulé La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème*). Pour résumer, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé une définition quantifiée de la stabilité des prix, à savoir une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro. Il a également été stipulé que la stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme. Afin d'apprécier les perspectives d'évolution des prix et les risques pesant sur la stabilité future des prix, une approche reposant sur deux piliers a été adoptée. Le premier pilier assigne un rôle de premier plan à la monnaie, mis en relief par l'annonce d'une valeur de référence pour la croissance monétaire d'un agrégat monétaire large. En décembre 1998, la valeur de référence a été fixée à 4,5 % par an pour la croissance de M3. Les évolutions monétaires par rapport à la valeur de référence sont analysées de façon permanente pour les informations qu'elles contiennent en ce qui concerne les évolutions futures des prix à moyen terme. Dans le cadre du second pilier, il est procédé à une évaluation fondée sur une large gamme d'autres indicateurs qui comportent des informations sur les perspectives d'évolution des prix et sur les risques pesant sur la stabilité future des prix dans la zone euro. Cette évaluation porte sur un large éventail de variables économiques et financières, y compris des prévisions. Dans ces conditions, la politique monétaire ne réagit pas mécaniquement aux évolutions d'un seul indicateur ou d'une prévision isolée. Au contraire, s'appuyant sur une analyse approfondie des informations fournies par les deux piliers de sa stratégie, le Conseil des

gouverneurs fixe les taux d'intérêt des instruments de politique monétaire de l'Eurosystème au niveau le mieux à même d'assurer le maintien la stabilité des prix à moyen terme.

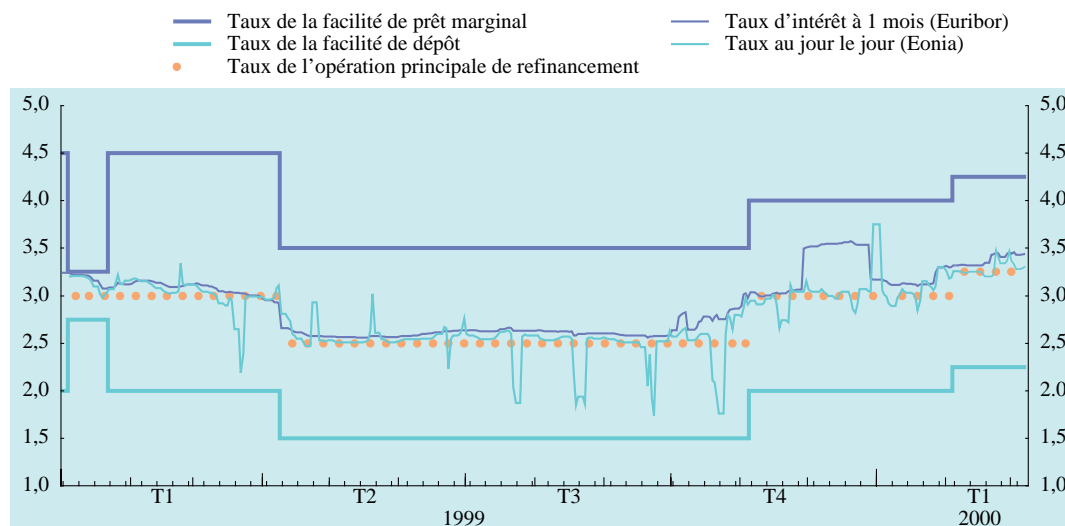
Les taux d'intérêt des trois principaux instruments de politique monétaire au début de la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM) ont été officiellement annoncés le 22 décembre 1998. Cette décision a fait suite à une réduction concertée des taux d'intérêt par les banques centrales nationales, intervenue au tout début décembre 1998 et qui avait pratiquement achevé le processus de convergence des taux d'intérêt officiels dans les pays qui forment désormais la zone euro. Le 22 décembre 1998, le taux d'intérêt de la première opération principale de refinancement devant être effectuée en 1999 a été fixé à 3,0 %. En outre, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal a été fixé à 4,5 % et celui de la facilité de dépôt à 2,0 %, dans les deux cas avec effet au 1^{er} janvier 1999. À titre de mesure transitoire et afin de faciliter la transition vers un marché monétaire unique, le Conseil des gouverneurs a adopté un « corridor étroit » pour les taux d'intérêt de marché à court terme du 4 au 21 janvier 1999 en fixant les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt à 3,25 % et 2,75 % respectivement (cf. graphique I et la partie intitulée *Chronologie des mesures de politique monétaire de l'Eurosystème*).

Au premier trimestre de 1999, les tensions sur les prix ont continué d'être faibles. La hausse des prix mesurée par l'IPCH est ressortie à 0,8 % en décembre 1998 et est demeurée à ce niveau en janvier et février 1999. Dans ce contexte de faible inflation, certains indices ont amené à penser que l'ampleur du ralentissement de l'activité économique dans la zone euro, principalement dû à l'affaiblissement de la demande extérieure, pourrait être plus importante que ce qui avait été anticipé

Graphique I

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : BCE

fin 1998. Les chiffres relatifs à la croissance du PIB réel ont laissé présager un ralentissement économique important. En outre, la croissance de la production industrielle a ralenti et la confiance des chefs d'entreprise n'a cessé de s'effriter. Par conséquent, il est apparu de plus en plus clairement à cette époque que les risques encourus par la stabilité des prix à moyen terme étaient essentiellement à la baisse.

Toutefois, lors de l'évaluation des perspectives pour la stabilité des prix, il a également fallu prendre en compte le fait que certains indicateurs semblaient au début de 1999 annoncer un retournement de tendance. En particulier, la moyenne sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 pour la période de décembre 1998 à février 1999 est ressortie à 5,0 % environ, c'est-à-dire un niveau légèrement supérieur à la valeur de référence. Les données monétaires relatives à janvier ont fait apparaître une augmentation importante des dépôts à vue. En outre, les concours au secteur privé ont progressé rapidement, à un rythme de 10 % environ début 1999. Par ailleurs, en dépit du ralentissement économique, la confiance des consommateurs est demeurée relativement

élevée. Enfin, les cours du pétrole ont commencé à se renchérir à partir de la mi-février 1999 et l'euro s'est déprécié en termes effectifs au cours des premiers mois de 1999 : ces deux facteurs ont également pu exercer des tensions sur les prix.

Le Conseil des gouverneurs s'est donc trouvé au début de 1999 en présence d'un certain nombre de signaux contradictoires. Toutefois, en ce qui concerne les évolutions monétaires, la croissance de M3 était encore proche de la valeur de référence de 4,5 %. En outre, il est apparu que l'environnement particulier lié au passage à la phase III de l'UEM avait contribué, dans une large mesure, à l'augmentation sensible des dépôts à vue en janvier. Le retournement partiel de ce mouvement en février a confirmé cette hypothèse. En outre, il ne pouvait être exclu que des facteurs institutionnels tels que les modifications des systèmes de déclaration statistique et le passage au nouveau système de réserves obligatoires avaient contribué à la croissance monétaire exceptionnellement forte enregistrée en janvier. Par conséquent, étant donné les incertitudes entourant l'analyse des évolutions monétaires au début de 1999 et l'écart modeste par rapport à la

valeur de référence, le Conseil des gouverneurs n'a pas considéré à ce moment-là que les évolutions monétaires constituaient des risques de détérioration pour la stabilité des prix.

Dès lors, dans un contexte où les taux d'inflation du moment étaient nettement inférieurs à la limite supérieure de la définition de la stabilité des prix par l'Eurosystème et compte tenu des pressions à la baisse sur les perspectives futures d'évolution des prix associées à un ralentissement de l'activité économique, le Conseil des gouverneurs a décidé le 8 avril de réduire de 50 points de base le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, le ramenant à 2,5 %. Le même jour, il a abaissé le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 100 points de base à 3,5 % et celui de la facilité de dépôt de 50 points de base à 1,5 %, établissant ainsi un corridor symétrique d'évolution des taux d'intérêt autour du taux des opérations principales de refinancement. Ces décisions ont été considérées comme appropriées en tant que mesure préventive pour préserver la stabilité des prix à moyen terme, et ce faisant, pour contribuer à mieux tirer profit du potentiel de croissance de l'économie de la zone euro.

Plus tard dans l'année, les risques pesant globalement sur la stabilité des prix se sont progressivement orientés de la baisse à la hausse. La moyenne mobile sur trois mois des taux annuels de croissance de M3 s'est peu à peu inscrite en hausse, approchant de 6,0 % durant l'été. Même si l'on exclut les évolutions exceptionnelles du tout début de 1999, on a clairement assisté à une expansion monétaire prolongée. Le taux annuel de croissance des dépôts à vue est demeuré élevé. Parallèlement, les concours au secteur privé ont continué de progresser rapidement, confirmant l'existence de liquidité abondante.

Dans le même temps, l'environnement extérieur s'est amélioré à mesure que les économies des pays d'Asie se sont stabilisées et ont commencé à se redresser tandis que les craintes liées à des turbulences financières

dans d'autres économies émergentes diminuaient. En outre, l'activité économique aux États-Unis a continué de faire preuve de vigueur. Dans ce contexte, l'activité économique dans la zone euro s'est progressivement redressée. Les premiers signes de ce processus ont été observés dans l'amélioration substantielle de la confiance des chefs d'entreprise durant l'été. La production industrielle s'est stabilisée au deuxième trimestre de 1999 avant de s'accélérer au troisième trimestre. La progression régulière des rendements obligataires pendant l'été a également indiqué que le marché anticipait une amélioration de la situation économique à long terme et que les anticipations d'inflation s'accroissaient. Dans l'ensemble, il est peu à peu apparu que l'activité économique dans la zone euro allait fortement s'accroître au cours de 1999 et de l'année 2000. En outre, le taux de change effectif de l'euro a continué de s'affaiblir et les cours de pétrole de monter, ces deux facteurs se répercutant progressivement sur les prix à la consommation.

Il est donc apparu clairement que les risques pesant sur la stabilité des prix s'étaient progressivement orientés à la hausse depuis le début de l'été et que les risques de baisse présents au moment de la réduction, en avril, des taux d'intérêt de la BCE avaient disparu. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 4 novembre 1999, de relever de 50 points de base le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, le portant à 3,0 %. Le même jour, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont également été relevés de 50 points de base, passant à 2,0 % et 4,0 % respectivement.

Cette inflexion de la stratégie de politique monétaire devait empêcher que la liquidité abondante ne se traduise par des tensions sur les prix à moyen terme et contribuer à maintenir à coup sûr les anticipations d'inflation en deçà de 2 %. Autre élément pris en considération, un relèvement effectué en temps voulu devait permettre d'éviter à avoir à procéder ultérieurement à des relèvements

dans des proportions plus importantes et contribuer dès lors à renforcer durablement la croissance non inflationniste. L'ampleur du relèvement était également destinée à écarter toute incertitude quant à l'orientation à court terme de la stratégie monétaire, et cette décision devait concourir à réduire les primes d'incertitude pouvant prévaloir sur les marchés financiers et également à contenir les risques d'une volatilité accrue des marchés monétaires durant la période du passage à l'an 2000.

Lors de sa réunion du 2 décembre 1999, le Conseil des gouverneurs a réexaminé la valeur de référence pour la croissance monétaire conformément à ce qu'il avait annoncé en décembre 1998. À cette occasion, il a été décidé de confirmer la valeur de référence retenue pour la croissance monétaire, à savoir un taux de croissance annuel de 4,5 % pour l'agrégat large M3. Cette décision a été motivée par le fait que les éléments sur lesquels se fondait le calcul de la première valeur de référence en décembre 1998, à savoir la définition de la stabilité des prix de l'Eurosystème (progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro inférieure à 2 %) et les estimations de la croissance tendancielle du PIB réel (2 % - 2,5 %) de même que le ralentissement tendanciel de la vitesse de circulation de M3 (0,5 % - 1 %), étaient globalement demeurés inchangés.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé que, comme précédemment, les évolutions monétaires seraient analysées par rapport à la valeur de référence sur la base d'une moyenne mobile sur trois mois des taux annuels de croissance de M3. En outre, il

a réaffirmé que cette appréciation serait effectuée parallèlement à l'évaluation des perspectives d'évolution des prix se fondant sur une large gamme d'indicateurs, qui constitue le second pilier de la stratégie de l'Eurosystème. Les décisions de politique monétaire visant au maintien de la stabilité des prix à moyen terme continuent dès lors d'être fondées sur les informations obtenues à partir des deux piliers de la stratégie. Enfin, il a été décidé de réexaminer régulièrement, tous les ans, la valeur de référence, le prochain réexamen devant intervenir en décembre 2000.

Fin 1999 et début 2000, la croissance monétaire et du crédit a continué de dénoter l'abondance de la liquidité dans la zone euro. Dans le même temps, les évolutions du taux de change et des cours des matières premières ont continué de contribuer à la progression des prix à l'importation et à la hausse des coûts dans la zone euro. Étant donné que ces hausses ont été plus importantes et plus prolongées que prévu antérieurement, le risque d'effets de second tour sur les prix à la consommation s'est accru sensiblement, en particulier à un moment où l'activité économique de la zone euro s'accélérait fortement. Étant donné que les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème étaient considérés comme faisant apparaître des risques de hausse pesant sur la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé en deux occasions, les 3 février et 16 mars 2000, de relever à chaque fois de 25 points de base les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal.

2 Les évolutions monétaires et financières

2.1 Les évolutions monétaires

Croissance de M3 supérieure à la valeur de référence

Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large M3 s'est progressivement accéléré tout au long de l'année 1999. C'est ainsi que la moyenne sur trois mois des taux de croissance annuels de M3, couvrant la période d'octobre à décembre 1999, est ressortie à 6,0 % (cf. graphique 2), après 4,8 % au dernier trimestre de 1998. En conséquence, la croissance de M3 s'est de plus en plus écartée de la valeur de référence de 4 1/2 %. M3 a progressé de 5,7 % en moyenne sur 1999, au lieu de 4,9 % en 1998 et 4,1 % en 1997.

L'expansion monétaire observée en 1999 a été favorisée par les faibles coûts d'opportunité de détention, notamment des composantes les plus liquides de M3. En outre, la reprise économique dans la zone euro a probablement stimulé la demande de monnaie aux fins de transactions. Par ailleurs,

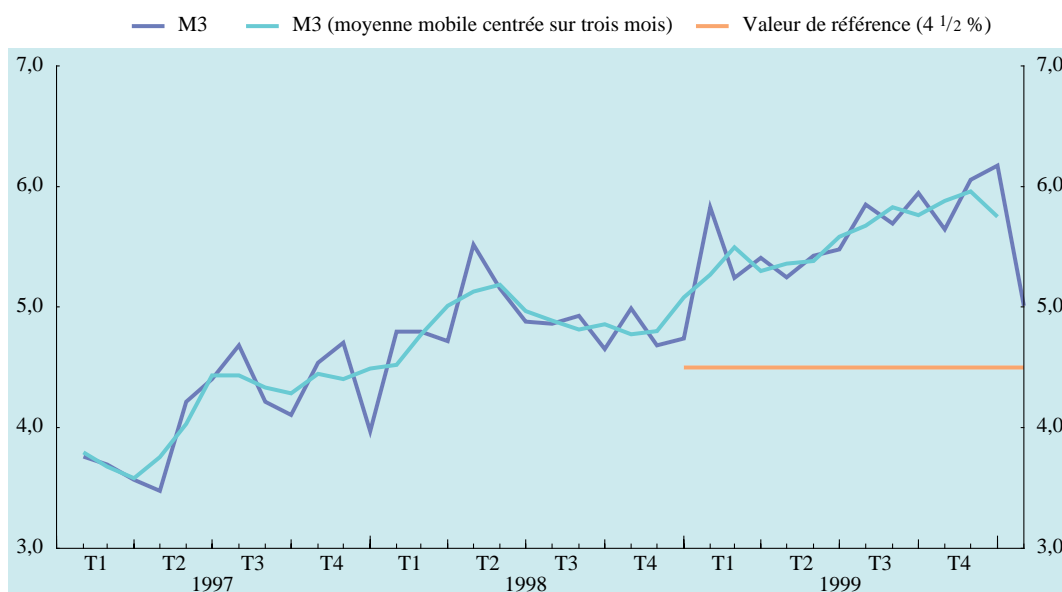
les réallocations temporaires de portefeuilles liées à l'introduction de l'euro et au nouveau régime de réserves obligatoires semblent avoir influé sur la croissance de M3 au début de l'année. Dans l'ensemble, l'expansion monétaire a témoigné d'une liquidité abondante durant la majeure partie de l'année 1999.

En ce qui concerne les différentes composantes de M3, la croissance de la monnaie fiduciaire s'est redressée en 1999, après avoir été très modérée l'année précédente. L'accroissement annuel de la monnaie fiduciaire a atteint 6,4 % au quatrième trimestre de 1999, contre seulement 0,4 % au dernier trimestre de 1998 et 2,7 % au dernier trimestre de 1997 (cf. graphique 3). La reprise économique et les faibles coûts d'opportunité de détention de billets ont probablement favorisé cette tendance à la hausse. De plus, on a observé une augmentation temporaire de la demande d'encaisses de précaution juste avant le passage à l'an 2000.

Graphique 2

Croissance de M3 dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

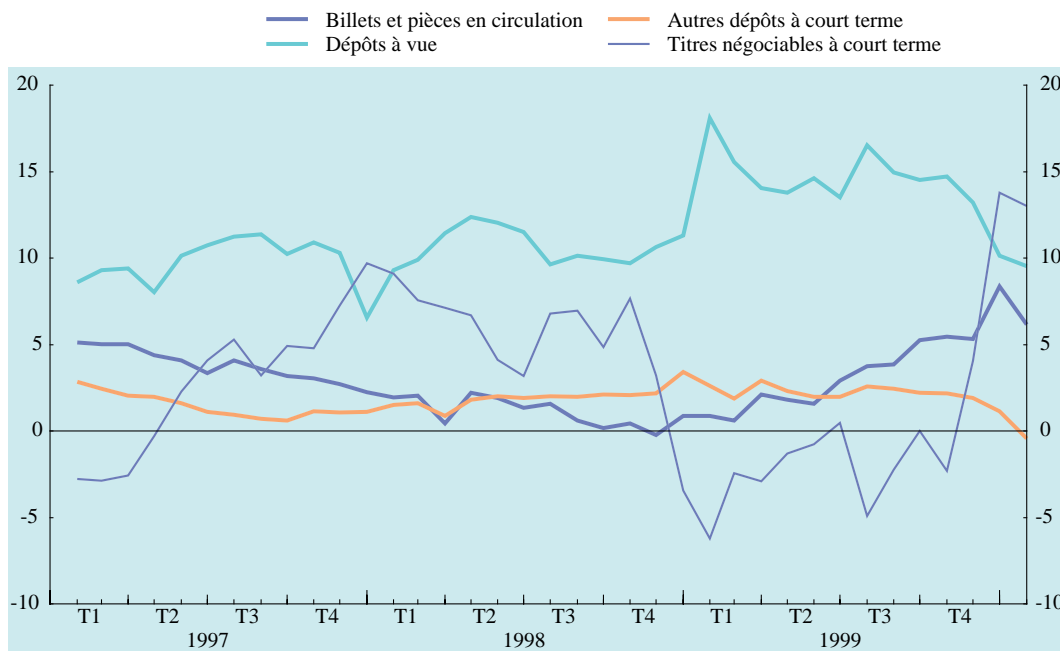


Source : BCE

Graphique 3

Composantes de M3 dans la zone euro

(variations en pourcentage sur un an)



Source : BCE

Note : Les variations en pourcentage sur un an sont calculées à partir des stocks de fin de mois jusqu'à août 1998 et à partir des données en termes de flux après cette date.

Les dépôts à vue ont progressé à un rythme très rapide en 1999, malgré un léger fléchissement du taux d'expansion dans les derniers mois de l'année. Leur pourcentage de croissance annuel s'est établi à 12,7 % au dernier trimestre de 1999, au lieu de 10,6 % au quatrième trimestre de 1998 et 9,3 % durant la période correspondante de 1997. La demande de dépôts à vue a fortement augmenté en janvier 1999, reflétant la situation spécifique qui prévalait au début de l'UEM. De plus, les bas niveaux d'inflation et de taux d'intérêt et les faibles coûts d'opportunité de détention de dépôts à vue qui en ont résulté ainsi que la reprise économique dans la zone euro peuvent expliquer le niveau relativement élevé de la demande de dépôts à vue en 1999.

En revanche, tout comme les années précédentes, les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (à savoir les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois et les dépôts à terme d'une

durée initiale inférieure ou égale à deux ans) ont enregistré une croissance plutôt modérée en 1999. Leur rythme de croissance annuel est ressorti à 1,7 % au dernier trimestre de 1999, contre 2,6 % au quatrième trimestre de 1998 et 1,1 % durant la période correspondante de 1997. L'attrait apparemment faible qu'ont présenté ces autres dépôts à court terme pour les investisseurs est probablement lié au fait que l'écart entre le taux d'intérêt de ces dépôts et celui des dépôts à vue s'est resserré de façon significative durant les trois premiers trimestres de l'année et qu'il est demeuré comparativement faible par la suite. En outre, l'accentuation, en 1999, de la pente de la courbe des rendements s'est probablement accompagnée d'une réallocation des placements vers des actifs financiers à plus long terme. De plus, il se peut que, dans certains pays, les réallocations de portefeuilles au détriment de ces autres dépôts à court terme aient été liées à une baisse sensible, ces dernières années, des anticipations d'inflation.

Après avoir enregistré un net recul à la fin de 1998 et au début de 1999, la demande des autres instruments figurant dans M3 (instruments négociables et pensions) s'est sensiblement redressée au cours de l'année 1999. Leur taux de croissance annuel s'est établi à 5,2 % au dernier trimestre de 1999 contre 2,5 % au dernier trimestre de 1998 et 7,3 % au dernier trimestre de 1997. Ce redressement, au cours de l'année 1999, a été principalement dû à une accélération notable de la croissance tant des titres d'OPCVM monétaires que des titres de créance émis avec une durée initiale inférieure ou égale à un an. La demande de ces composantes a pu être temporairement favorisée par des incertitudes sur les marchés de capitaux, notamment à la fin de l'été et à l'automne, concernant l'évolution future des rendements obligataires. Dans ces conditions, les actifs négociables à court terme, qui sont relativement liquides et offrent un rendement supérieur à celui des dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans, servent généralement à placer des fonds pour une durée déterminée. En outre, l'attrait de ces instruments a été renforcé par la hausse, après la fin de septembre, des taux de marché à court terme. Les statistiques de balance des paiements pour certains pays de la zone euro donnent à penser que la croissance, en 1999, des titres d'OPCVM monétaires et des instruments du marché monétaire ainsi que des titres de créance a résulté en partie des achats de ces instruments par les non-résidents de la zone euro. Bien que le concept de M3 se réfère uniquement aux avoirs monétaires des résidents de la zone euro, les limites statistiques ne permettent cependant pas, à ce stade, d'individualiser les titres négociables émis par les IFM et détenus par les non-résidents. S'il convient d'interpréter avec prudence l'évolution de ces instruments négociables, on considère que l'évaluation globale de la croissance monétaire en 1999 n'a pas été sensiblement modifiée.

En janvier 2000, le taux annuel de la croissance de M3 a fléchi nettement, tombant de 6,2 % en décembre à 5,0 %. Toutefois, cette évolution a résulté essentiellement d'un effet

de base, à savoir du fait que la croissance mensuelle de M3 en janvier 1999 a été exceptionnellement forte en raison de l'environnement particulier au début de la phase III de l'UEM.

Expansion des créances sur l'économie

En ce qui concerne les contreparties de M3 au sein du bilan consolidé du secteur des IFM, le taux annuel de croissance des crédits aux ménages et aux entreprises s'est établi entre 10 % et 11 % durant la majeure partie de l'année. Parmi les composantes des créances sur le secteur privé, l'encours des prêts (qui représente quelque 90 % du total des créances sur le secteur privé) a augmenté à un rythme annuel moyen de 10,0 % en 1999 et a continué de progresser fortement en janvier 2000 (8,7 % sur un an), contre 8,3 % en 1998 et 6,6 % en 1997. Les données relatives à la ventilation par contreparties, types de prêt et durées initiales des prêts accordés par les IFM aux résidents de la zone euro indiquent que cette forte progression des crédits a concerné pratiquement toutes les catégories du secteur privé.

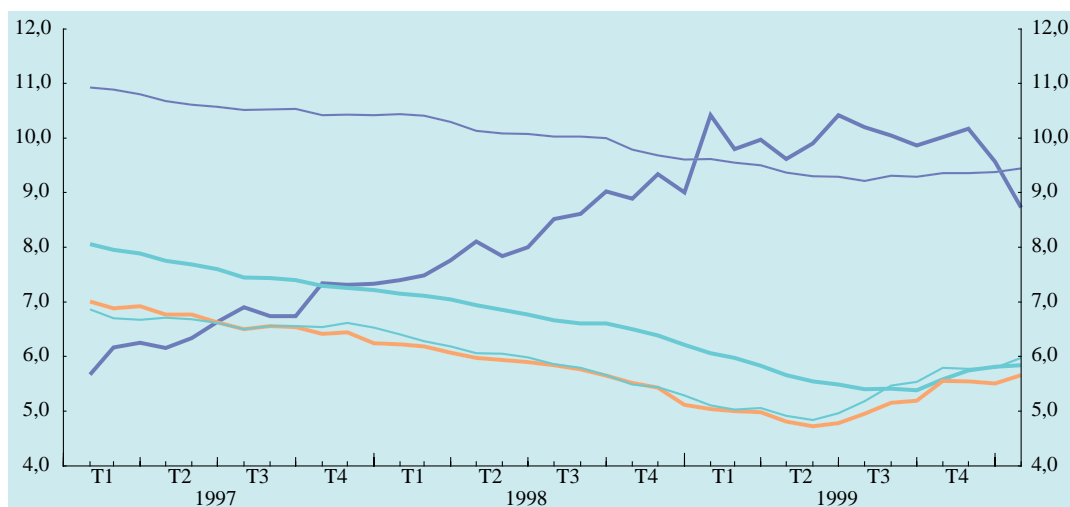
La vigueur de la croissance des prêts aux ménages et aux entreprises a probablement reflété en grande partie le bas niveau des taux débiteurs des banques par rapport au passé ainsi que le redémarrage de l'activité économique dans la zone euro. Durant le premier semestre de l'année, les taux de prêt des banques de dépôt appliqués à tous les types de concours ont poursuivi leur tendance à la baisse observée au cours des années précédentes (cf. graphique 4). Par la suite, les taux d'intérêt des prêts immobiliers et des prêts à long terme aux entreprises se sont inscrits en hausse traduisant, avec un décalage, la tension sur les taux sur le marché financier qui sont apparues à partir de mai 1999. Vers la fin de 1999, la progression des taux sur les marchés monétaires, anticipant un resserrement de la politique monétaire, a entraîné une augmentation modérée des taux des banques appliqués aux prêts à la consommation et aux prêts à court

Graphique 4

Prêts accordés au secteur privé et taux d'intérêt appliqués par les banques de dépôt

(crédits : variations annuelles en pourcentage ; taux d'intérêt annuels en pourcentage)

- Prêts au secteur privé
- Taux d'intérêt appliqué par les banques de dépôt aux entreprises pour les prêts d'une durée inférieure ou égale à un an
- Taux d'intérêt appliqué par les banques de dépôt aux entreprises pour les prêts d'une durée supérieure à un an
- Taux d'intérêt appliqué par les banques de dépôt pour les crédits à la consommation
- Taux d'intérêt appliqué par les banques de dépôt pour les prêts au logement



Source : BCE (agrégation des données des différents pays)

Note : Les variations en pourcentage sur un an sont calculées à partir des encours de fin de mois jusqu'en août 1998 et à partir des données en termes de flux après cette date.

terme aux entreprises. Le fait que la croissance des prêts soit demeurée vigoureuse en dépit du renchérissement des taux d'intérêt donne à penser que l'accélération de l'activité économique a probablement joué un rôle important dans la persistance de la forte progression des prêts au secteur privé dans la dernière partie de 1999 bien que, durant cette période, les anticipations de relèvements supplémentaires des taux de prêt des banques aient pu également conduire certains agents économiques à avancer leurs opérations d'emprunt. La multiplication des opérations de fusions et d'acquisitions (cf. section 2.2), qui ont eu tendance à être financées en partie par des prêts à court et moyen termes, et l'interaction entre les prêts hypothécaires et l'accélération de la hausse des prix de l'immobilier dans certains pays de la zone euro en 1999 ont également contribué à cette évolution.

L'augmentation des créances sur les administrations publiques est restée modérée tout au long de l'année 1999, s'établissant à un rythme annuel moyen de 1,1 %. Ce faible taux de croissance a concerné à la fois les prêts et les titres de créance sur les administrations publiques détenus par les IFM et a correspondu à la diminution, observée en 1999, des besoins de financement du secteur des administrations publiques.

Parmi les autres contreparties de M3, les exigibilités financières à plus long terme du secteur des IFM ont progressé à un rythme relativement élevé en 1999 (enregistrant un taux de croissance annuel de 7,3 % au quatrième trimestre contre 4,7 % au dernier trimestre de 1998), en liaison avec l'accroissement de la pente de la courbe des rendements.

Enfin, en 1999, la position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents a

fortement décri en glissement annuel, soit une diminution de 166 milliards d'euros. Ce recul a traduit le fait que les transactions des résidents non-IFM de la zone euro avec les non-résidents de la zone euro ont donné lieu, globalement, à des sorties nettes de fonds.

2.2 Les marchés de capitaux

Croissance rapide du financement des entreprises par le biais de l'émission de titres de créance

Le début de la phase III de l'UEM a joué le rôle de catalyseur dans l'intégration des marchés financiers de la zone euro et dans leur évolution vers un marché financier européen.

En ce qui concerne le marché des obligations libellées en euros, l'évolution la plus significative de l'année 1999 a incontestablement été la croissance rapide du marché obligataire privé ou de sociétés, qui a dépassé les prévisions de nombreux observateurs avant l'introduction de l'euro. La croissance de ce marché s'est accélérée avec le lancement d'importantes émissions de titres de créance liées à un certain nombre de fusions et acquisitions de grande ampleur intervenues au premier semestre de 1999. La souplesse et la rapidité avec lesquelles le marché des obligations de sociétés libellées en euros a pu absorber ces émissions ont été largement considérées comme un indice important de la profondeur accrue de ce marché. En particulier, les émissions de titres de créance libellés en euros effectuées par les sociétés privées non financières et les entreprises de services collectifs du secteur privé ont augmenté en 1999 par rapport à 1998. Selon les sources de données en provenance du marché, les banques ont été les émetteurs privés les plus importants de titres de créance en 1999 ; elles ont représenté la majeure partie du volume total d'émissions du secteur privé, suivies respectivement par les sociétés non financières, les autres intermédiaires financiers et les entreprises de services

collectifs. D'un point de vue international, l'accroissement en 1999 des émissions nettes de titres de créance libellés en euros a été particulièrement vigoureux par rapport aux émissions de titres de créance libellés en dollars. Les émissions libellées en yen ont, elles aussi, enregistré une forte reprise en 1999 par rapport à 1998.

L'un des principaux facteurs de la croissance du marché des obligations de sociétés libellées en euros est constitué par le processus de restructuration d'entreprises actuellement en cours en Europe, qui a entraîné une forte demande de fonds de la part des entreprises privées. Globalement, les fusions et acquisitions réalisées par des sociétés de la zone euro ont fortement augmenté en 1999, pour les secteurs tant bancaire que non bancaire (cf. encadré 1). Les entreprises de la zone euro engagées dans des activités de fusions et d'acquisitions et dans des opérations telles que les rachats d'entreprises par endettement (dans lesquels la reprise d'une société est financée par l'émission d'obligations à rendement élevé) ont, dans une mesure significative, financé ces opérations par d'importantes émissions de titres de créance libellés en euros, qui ont souvent servi à rembourser des crédits-relais (principalement des crédits consortiaux). Cela a donné lieu à quelques émissions très importantes, d'une ampleur sans précédent dans l'histoire des marchés financiers européens. La forte croissance des émissions de titres de créance privés libellés en euros s'est accompagnée d'une diminution, en 1999, du poids relatif du secteur public sur les marchés de titres de créance ; cette évolution a également reflété l'augmentation relativement moins importante en 1999, par rapport aux années précédentes, des besoins de financement de ce secteur. De plus, le déplacement de la demande vers des titres à plus haut risque pour obtenir des rendements plus élevés, en raison du niveau historiquement bas des taux d'intérêt, semble également avoir contribué à la croissance des émissions de titres de créance de sociétés.

Encadré I

Transformations structurelles du secteur bancaire et leur importance pour la politique monétaire

L'évolution de l'environnement concurrentiel des services financiers et les évolutions structurelles dans le secteur bancaire qui leur sont liées sont importantes pour la politique monétaire unique. Dans le passé, les banques de la zone euro étaient les principaux fournisseurs de services financiers sur des marchés nationaux plutôt fragmentés et abrités. Toutefois, quand les barrières entre les divers marchés nationaux et locaux se sont estompées, les banques ont dû faire face à une concurrence accrue, tant entre elles que de la part des autres fournisseurs de services financiers. Ces changements dans l'environnement concurrentiel ont contraint les banques à accroître leur efficacité et ont stimulé leurs initiatives visant au maintien de leurs positions, notamment en intensifiant depuis quelques années le rythme de leurs fusions et acquisitions. Ces opérations de restructuration et de consolidation du secteur bancaire se sont poursuivies en 1999. Le nombre de grandes institutions bancaires impliquées dans des opérations de fusion a été relativement élevé en 1999.

Cette tendance à la restructuration et à la consolidation du secteur bancaire de la zone euro a trouvé sa principale source d'impulsion dans les évolutions technologiques, la mondialisation, la déréglementation et la croissance de la demande de services financiers complexes, l'introduction de l'euro apparaissant comme un catalyseur de ces forces. En réalité, ces facteurs ont profondément modifié la configuration du marché de sorte que les services financiers devraient devenir plus compétitifs et aussi plus intégrés à la fois à l'intérieur de la zone euro et au niveau mondial.

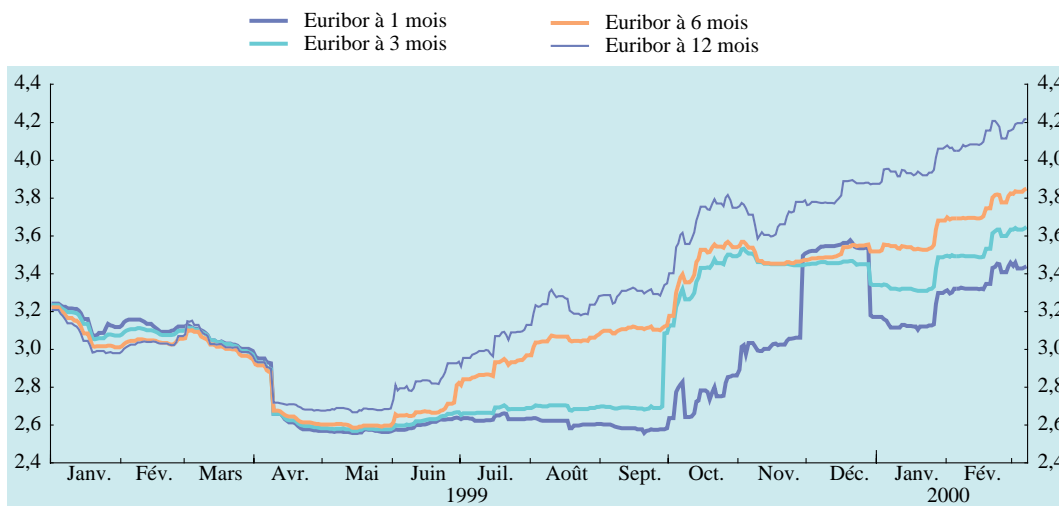
Toutefois, la majeure partie de l'activité de fusion et d'acquisition dans le secteur bancaire de la zone euro n'a pas encore dépassé le cadre des frontières nationales de la zone euro. Cet accent mis sur les fusions nationales peut s'expliquer par l'existence d'une incitation à accroître l'efficacité en supprimant les opérations pouvant se recouper ou en adoptant des stratégies défensives. En outre, l'avantage que représente la proximité culturelle ou les attentes suivant lesquelles les fusions et acquisitions réalisées au niveau national sont plus faciles à gérer que les fusions transfrontière semblent aussi avoir joué un rôle important. Cette tendance à préférer les fusions et acquisitions dans le cadre national a suscité quelques inquiétudes inspirées par l'accroissement de la part de marché des institutions nationales les plus importantes. Toutefois, bien que l'on ne puisse exclure certains effets négatifs sur le degré de concurrence au niveau local dans le court terme, la conclusion la plus nette qui se dégage de l'observation du marché des services financiers semble être plutôt celle d'une concurrence accrue et d'une diminution de la fragmentation à long terme.

Ces changements dans les conditions de concurrence sur le marché bancaire ainsi que les effets possibles sur la solidité financière du secteur bancaire peuvent être importants pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Premièrement, la vitesse de transmission de la politique monétaire pourrait s'en trouver accrue dans la mesure où les banques, sur des marchés plus compétitifs, tendent à ajuster plus rapidement les taux d'intérêt qu'elles appliquent à leur petite clientèle en réponse à des changements de taux de marché. Deuxièmement, l'importance relative du canal de transmission de la politique monétaire par la voie du crédit peut se réduire à la suite des transformations affectant les relations entre les banques et leurs clients, qui revêtent un intérêt particulier dans le domaine du financement des petites entreprises et des ménages. Enfin, l'accroissement de la concurrence dans la zone euro tendrait à accélérer le mouvement vers l'émergence d'un secteur bancaire plus intégré s'étendant sur les territoires de plusieurs pays participants, ce qui pourrait réduire des asymétries susceptibles d'affecter le mécanisme de transmission de la politique monétaire d'un pays à l'autre.

Graphique 5

Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : Reuter

Comme évoqué dans l'article du numéro de janvier du *Bulletin mensuel* de la BCE intitulé *La zone euro un an après l'introduction de l'euro : principales caractéristiques et modifications de la structure financière*, un certain nombre d'évolutions notables sont intervenues sur les marchés de capitaux de la zone euro durant 1999. Celles-ci concernent notamment la coopération plus étroite entre les marchés boursiers nationaux et le développement de plates-formes de cotation électroniques sur les marchés d'obligations et d'actions.

Les taux du marché monétaire reflètent les taux d'intérêt de la BCE

En 1999, la BCE est parvenue à piloter les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire par le biais du taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement. Le taux d'intérêt au jour le jour, tel que mesuré par l'Eonia (« taux moyen au jour le jour de l'euro ») a été très proche, dans l'ensemble, du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, l'écart moyen entre ces deux taux étant de 3 points de base en 1999 (cf. graphique 1). La volatilité de l'Eonia a été assez faible. Des

fluctuations un peu plus importantes n'ont été généralement enregistrées que vers la fin des périodes de constitution des réserves, où l'obligation de réserves devient contraignante pour les banques. Compte tenu de la stabilité de l'évolution de l'Eonia, la BCE n'a pas jugé nécessaire d'effectuer des opérations d'open market de réglage fin en 1999.

Les autres taux du marché monétaire ont été également stables, si l'on excepte les périodes durant lesquelles les opérateurs de marché ont anticipé une décision de la BCE sur les taux d'intérêt ou, vers la fin de l'année, lorsque les taux d'intérêt à court terme ont progressé en raison des inquiétudes du marché liées au passage à l'an 2000.

Au début de 1999, la courbe des rendements du marché monétaire a été relativement plate, les taux d'intérêt Euribor pour les échéances comprises entre un et douze mois évoluant à l'intérieur d'une fourchette étroite comprise entre 3,21 % et 3,26 % (cf. graphique 5). Par la suite, les taux du marché monétaire ont reculé au premier trimestre sous l'effet d'une accentuation progressive des anticipations par le marché d'une baisse prochaine des taux d'intérêt à court terme.

Après l'annonce, le 8 avril 1999, de la décision du Conseil des gouverneurs de réduire les taux d'intérêt de la BCE, les taux du marché monétaire ont encore fléchi. Le Conseil des gouverneurs ayant précisé, au moment de l'abaissement des taux, qu'il n'entendait pas, dans un proche avenir, aller plus loin dans cette direction, la pente de la courbe des rendements du marché monétaire s'est immédiatement redressée. Durant l'été, les prévisions d'amélioration progressive de la situation économique dans la zone euro s'étant renforcées et les évolutions monétaires ayant généralement fait apparaître un écart croissant de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence, les taux du marché monétaire sont peu à peu remontés, reflétant une accentuation des anticipations par le marché d'un relèvement des taux d'intérêt de la BCE. Ce processus s'est poursuivi en automne et, au moment de l'annonce, le 4 novembre 1999, du relèvement des taux d'intérêt, les taux du marché monétaire avaient pleinement anticipé cette décision. Dans les jours qui ont suivi, la volatilité des taux du marché monétaire s'est nettement atténuée.

L'analyse des évolutions des taux d'intérêt à court terme a toutefois été rendue plus difficile, surtout vers la fin de 1999, du fait des inquiétudes du marché relatives à l'incidence possible du passage à l'an 2000 sur les taux d'intérêt du marché monétaire. La prime de risque correspondante a entraîné une modification marquée des taux du marché dont l'échéance passait la fin de l'année. Ce mouvement a été particulièrement prononcé pour les taux d'intérêt du segment à court terme de la courbe des taux du marché monétaire (cf. encadré 3, pages 19 à 21 du numéro de décembre 1999 du Bulletin mensuel de la BCE). Toutefois, une fois réussi le passage à l'an 2000, la prime de risque sur les taux du marché monétaire a rapidement disparu.

En janvier 2000, la pente de la courbe des rendements du marché monétaire a été positive, l'écart entre l'Euribor à un mois et celui à douze mois s'établissant à quelque

80 points de base. Vers la fin de janvier, les taux d'intérêt du marché monétaire se sont tendus dans l'attente de la décision d'un relèvement des taux d'intérêt de la BCE, annoncée le 3 février 2000. En février, les taux d'intérêt du marché monétaire ont poursuivi leur progression.

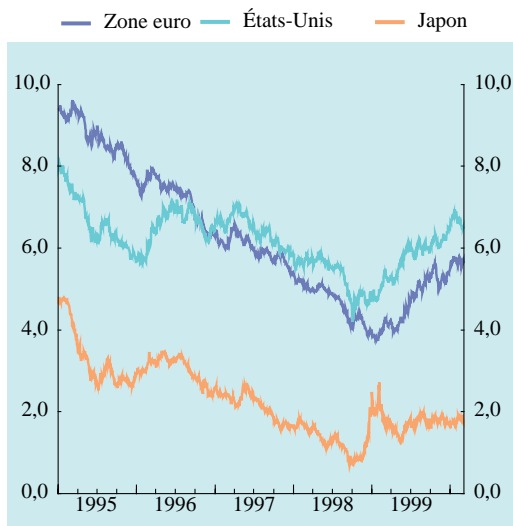
Après des niveaux historiquement bas, les rendements obligataires à long terme remontent avec l'amélioration des perspectives de croissance

À la suite du recul persistant des taux d'intérêt à long terme observé dans les pays industriels durant la majeure partie des années quatre-vingt dix, les rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro se sont établis à leurs niveaux les plus bas de ces 50 dernières années au début de 1999 (cf. graphique 6(a)). À partir de mai 1999 toutefois, ils ont entamé une remontée sous l'effet, dans un premier temps, de la hausse des rendements obligataires aux États-Unis et d'une accentuation des anticipations d'inflation à partir des niveaux très bas enregistrés au début de 1999 puis, de manière croissante, de l'amélioration des perspectives économiques de la zone euro. Dans l'ensemble, les rendements des emprunts à dix ans dans la zone euro ont gagné plus de 150 points de base en 1999 pour atteindre 5,5 % environ à la fin de l'année. Parallèlement, aux États-Unis le rendement de l'emprunt à dix ans du Trésor américain s'est accru de quelque 180 points de base en 1999 pour s'établir à 6,5 % environ. Sous l'effet de ces évolutions, l'écart entre les rendements des emprunts à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro s'est légèrement creusé en 1999, atteignant 100 points de base à la fin de l'année. Au Japon, les évolutions des rendements obligataires à dix ans ont été légèrement différentes de celles observées dans la zone euro et aux États-Unis. Après avoir reculé, dans un premier temps, par rapport aux niveaux relativement élevés enregistrés à la suite des turbulences financières de la fin 1998, les rendements obligataires à long

Graphique 6

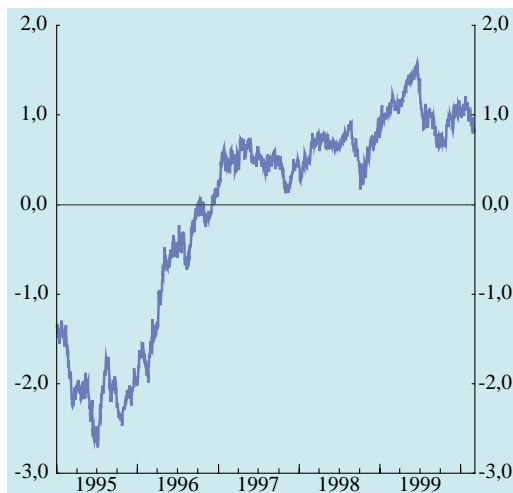
(a) Rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



(b) Écart des taux d'intérêt à dix ans entre les États-Unis et la zone euro

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : Reuter

Note : Les rendements des emprunts publics à long terme sont ceux des emprunts à dix ans ou ceux dont l'échéance s'en approche le plus.

terme au Japon ont semblé se stabiliser à un niveau inférieur à 2 % au second semestre de 1999. Entre la fin de 1998 et le dernier jour ouvré de l'année 1999, le rendement des emprunts publics japonais à dix ans a reculé de quelque 40 points, revenant à 1,6 % environ.

Les évolutions des marchés obligataires internationaux en 1999 ont principalement reflété une amélioration des prévisions relatives à la croissance mondiale, tandis que les craintes d'un recul durable de la croissance mondiale entretenues par les marchés de capitaux par suite des turbulences financières de 1998 commençaient à se dissiper. L'économie des États-Unis a continué d'enregistrer un rythme de croissance remarquable sur l'ensemble de 1999 et, en dépit du peu de signes visibles d'accélération de l'inflation, le resserrement accru du marché du travail a renforcé les inquiétudes des marchés de capitaux liées au risque de voir la croissance de l'économie américaine créer des tensions inflationnistes. Dans une large mesure, ces évolutions ont alimenté la forte hausse des rendements obligataires à long terme américains enregistrée sur l'ensemble de l'année 1999. En outre, bien qu'une nouvelle amélioration de la situation budgétaire aux États-Unis ait probablement atténué les pressions du secteur public sur les marchés financiers, la forte augmentation des émissions obligataires de sociétés observée aux États-Unis durant l'année a sans doute exercé des tensions sur les rendements obligataires américains.

À la différence des évolutions constatées aux États-Unis, les rendements obligataires à long terme dans la zone euro sont demeurés globalement stables au cours des quatre premiers mois de 1999 sous l'effet du dynamisme moindre de la croissance économique et de faibles tensions inflationnistes au sein de la zone, cette situation ayant entraîné la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE d'abaisser les taux d'intérêt en avril. Mis à part l'effet de contagion précité résultant de la hausse persistante des rendements obligataires aux États-Unis, il semble probable que l'augmentation progressive des rendements obligataires à partir de mai a résulté en partie du dénouement des positions de portefeuilles de valeurs refuges constitués en 1998 ainsi que d'une accentuation des anticipations d'inflation à partir des niveaux très bas du début de 1999 à la suite des turbulences

Encadré 2

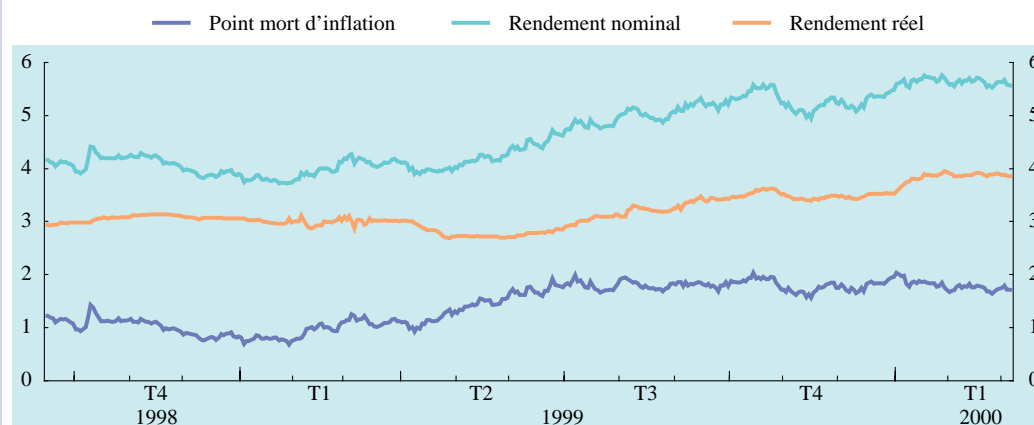
Examen des facteurs de hausse des rendements des obligations nominales en utilisant les obligations indexées

Pour examiner la façon dont différents facteurs sous-jacents ont pu influencer les rendements des obligations nominales à long terme dans la zone euro en 1999, il faut se rappeler que, en général, le rendement nominal d'un emprunt public assorti d'une échéance précise peut être décomposé en trois éléments, à savoir le taux d'intérêt réel demandé par les investisseurs pour conserver l'obligation jusqu'à son échéance, une rémunération pour le taux d'inflation moyen attendu pendant la durée de vie de l'obligation et une composante associée à la durée ou des primes de risque liées, entre autres, à l'incertitude concernant les taux d'inflation futurs. Le rendement des obligations indexées peut contribuer à effectuer cette décomposition. L'écart entre le rendement d'une obligation à long terme et le rendement réel obtenu à partir d'une obligation indexée sur l'inflation de même durée est généralement connu comme le « point mort d'inflation ». Cela résulte du fait qu'avec celui-ci la rentabilité attendue par l'investisseur sera la même, que l'investissement porte sur un revenu nominal fixe ou sur une obligation indexée.

Cependant, le point mort d'inflation ne constitue pas une mesure directe des anticipations d'inflation, car il ne prend pas en compte le rôle des différentes primes de risque. D'une part, le taux point mort a tendance à surévaluer l'inflation attendue, car le rendement de l'obligation nominale intègre généralement une prime pour le risque d'inflation. D'autre part, le faible niveau de liquidité qui caractérise habituellement les marchés des obligations indexées implique que le rendement réel de celles-ci puisse inclure une prime de liquidité. Les seules obligations indexées sur l'inflation qui existent dans la zone euro ont été émises par le Trésor français avec des échéances à 10 et 30 ans. Le point mort d'inflation de ces obligations se rapporte à une mesure spécifique de l'indice des prix à la consommation français (IPC), à savoir l'IPC hors tabac et ne se réfère pas à l'IPCH de la zone euro. Ces propriétés montrent les limites de cet indicateur pour évaluer les évolutions dans la zone euro.

Point mort d'inflation calculé pour les prix à la consommation en France

(en pourcentage ; données quotidiennes)



Sources : Trésor français, ISMA et Reuter

Note : Les rendements réels sont calculés à partir des cours de marché de l'OAT indexée sur l'indice français des prix à la consommation (hors tabac) à échéance 2009. Les rendements nominaux sont calculés à partir des cours de marché de l'emprunt-phare à 10 ans à échéance 2009.

Néanmoins, cette réserve à l'esprit, les évolutions en 1999 du cours des obligations indexées à 10 ans émises par le Trésor français indiquent que l'amélioration des perspectives de croissance et l'évolution de celles concernant l'inflation ont pu jouer un rôle important dans la détermination des évolutions des taux d'intérêt nominaux à long terme au cours de l'année. Entre la fin 1998 et la fin 1999, le taux d'intérêt réel des obligations

indexées à 10 ans françaises a progressé de près de 50 points de base. Dans le même temps, le point mort d'inflation à 10 ans augmentait de quelque 110 points de base par rapport aux niveaux remarquablement bas observés début 1999, à un moment où les risques menaçant la stabilité étaient essentiellement perçus comme étant en recul (cf. graphique ci-dessus).

Il est intéressant de noter que l'augmentation du rendement réel et la hausse du point mort d'inflation se sont produites à des périodes différentes en 1999. Alors que le point mort d'inflation progressait de façon régulière au deuxième trimestre puis se stabilisait à partir de juin, l'augmentation du taux d'intérêt réel intervenait, elle, essentiellement au cours du second semestre. Cela laisse penser que les hausses des rendements des obligations nominales de la zone euro étaient à l'origine imputables plus aux anticipations d'inflation qui progressaient à partir de niveaux très bas qu'à des taux réels en hausse. Cependant, la liquidation des positions prises sur des placements refuges qui avaient été constituées sur les marchés émergents en 1998 pourrait également contribuer à expliquer en partie la hausse des taux d'intérêt à long terme au premier semestre 1999 étant donné qu'elle a pu réduire artificiellement les niveaux du point mort d'inflation prévalant au premier semestre de 1999. Les effets de débordement des marchés obligataires américains ont peut-être également concouru, à certains moments, à la hausse de la valeur du point mort d'inflation au premier semestre de 1999. Par la suite, les signes de reprise économique se multipliant, le lien entre la progression des rendements des obligations nominales et les tensions sur les taux d'intérêt réels à long terme s'est renforcé, alors que le point mort d'inflation demeurait stable.

financières de l'année précédente. Les évolutions de la valorisation des obligations de l'OATi française à dix ans ont alors paru compatibles avec les facteurs à l'origine de la hausse des rendements obligataires nominaux (cf. encadré 2). De plus, comme aux États-Unis, une nette augmentation du volume des émissions obligataires de sociétés dans la zone euro a probablement engendré des pressions à la hausse des rendements obligataires à long terme. Toutefois, la progression des rendements obligataires dans la zone euro en mai 1999 et dans la première quinzaine de juin a été nettement moins prononcée qu'aux États-Unis en raison des différences de situation conjoncturelle, ce qui a entraîné un creusement important des différentiels de taux d'intérêt à long terme par rapport aux États-Unis, jusqu'à un niveau maximum de près de 160 points de base à la mi-juin. Plus tard, avec l'apparition de signes croissants d'une reprise de l'activité économique dans la zone euro, l'écart entre les rendements des emprunts à long terme aux États-Unis et dans la zone euro s'est rapidement resserré (cf. graphique 6(b)).

Jusqu'à la fin d'octobre 1999, les rendements obligataires à long terme dans la zone euro ont poursuivi leur mouvement de hausse. Par la suite, les anticipations croissantes par les

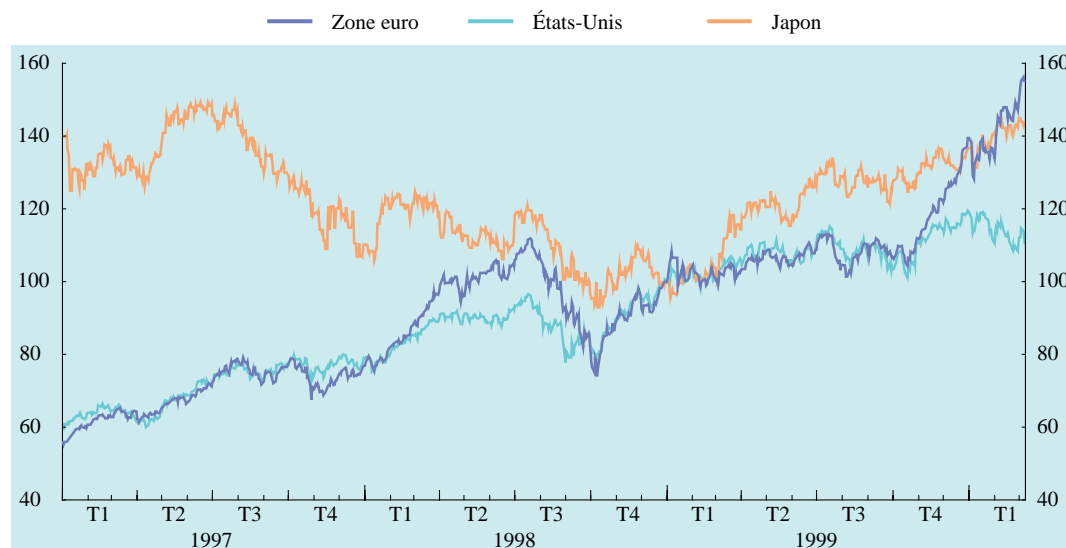
marchés financiers d'un relèvement des taux d'intérêt dans un contexte de tensions accrues sur les prix et la décision qui a suivi le 4 novembre ont entraîné temporairement un recul prononcé des rendements obligataires à long terme. Cette évolution semble indiquer que, à la suite de la décision du relèvement des taux d'intérêt, les opérateurs de marché ont révisé à la baisse leurs anticipations d'inflation à long terme et réduit l'importance de la prime de risque d'inflation associée à la détention d'obligations libellées en euros. Toutefois, sur le reste de l'année 1999, les rendements obligataires de la zone euro sont remontés, sous l'effet tant de la hausse des rendements à long terme aux États-Unis que de nouvelles informations positives relatives aux perspectives de l'économie de la zone euro. Compte tenu de la progression plus marquée des rendements obligataires aux États-Unis, l'écart par rapport aux rendements obligataires américains a recommencé à se creuser en novembre et décembre.

Les évolutions précitées se sont également répercutées sur les mouvements de la courbe des rendements de la zone euro tout au long de 1999. Entre le premier et le dernier jour ouvré de l'année 1999, la pente de la courbe des rendements, mesurée par la différence entre les rendements des emprunts

Graphique 7

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

(1^{er} janvier 1997 = 100 ; données quotidiennes)



Source : Reuter

Note : Indice large Dow Jones Euro Stoxx (cours des actions) pour la zone euro, Standard and Poor's 500 pour les États-Unis et Nikkei 225 pour le Japon.

obligataires à dix ans dans la zone euro et le taux Euribor à trois mois a progressé de quelque 140 points de base pour atteindre 215 points de base. Cette hausse est intervenue pour l'essentiel pendant les neuf premiers mois de 1999. Étant donné que le redressement de la courbe des rendements tend à préfigurer toute accélération du rythme de l'activité économique, l'accentuation de la courbe des rendements de la zone euro en 1999 a semblé refléter principalement l'optimisme croissant des opérateurs de marché quant aux perspectives économiques ainsi qu'une aggravation des anticipations d'inflation par rapport aux niveaux très bas du début de 1999. Il convient, toutefois, d'interpréter avec prudence l'ensemble des évolutions de la courbe des rendements dans la mesure ou d'autres facteurs, tels que le dénouement de positions de portefeuilles de valeurs refuges et la contagion des marchés obligataires américains, ont également pu agir sur les évolutions des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro en 1999.

Dans la première quinzaine de janvier 2000, les rendements obligataires à long terme dans

la zone euro ont progressé dans des proportions limitées, principalement sous l'effet de contagion en provenance des marchés obligataires américains, où les rendements ont fortement augmenté. Par la suite, les rendements obligataires dans la zone euro sont demeurés globalement stables durant la seconde quinzaine de janvier et sur l'ensemble du mois suivant. Parallèlement, l'écart entre les taux d'intérêt à long terme de la zone euro et les conditions correspondantes aux États-Unis a été assez volatil, sans faire apparaître de tendance nette au début de l'année 2000.

Forte hausse des cours boursiers internationaux

En 1999 les cours des actions ont affiché de fortes progressions dans les pays industriels, prolongeant la tendance haussière observée les années précédentes (cf. graphique 7). Une augmentation très importante a été observée dans la zone euro, où l'indice Dow Jones Euro Stoxx atteignait, fin décembre 1999, un niveau supérieur de 40 % à celui enregistré à la fin

de 1998. Aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 dépassait de 19 %, fin décembre 1999, les niveaux atteints un an plus tôt et, au Japon, l'indice Nikkei 225, également en forte hausse, gagnait 37 %. Les évolutions boursières à l'échelle internationale en 1999 semblent s'expliquer principalement par l'optimisme accru des opérateurs quant aux perspectives de croissance de l'économie mondiale.

Durant la plus grande partie de l'année 1999, les évolutions observées sur les marchés boursiers internationaux ont créé un environnement favorable pour les cours des actions dans la zone euro. La hausse des cours boursiers aux États-Unis semble avoir résulté principalement de prévisions favorables quant à la croissance future des profits des entreprises et liées au dynamisme de l'activité économique aux États-Unis. En particulier, l'optimisme quant aux perspectives de croissance sur le long terme des profits pour les valeurs technologiques y a joué un rôle important. Dans ce contexte, l'indice composite Nasdaq (qui regroupe une forte proportion d'actions du secteur de la technologie) a gagné 86 % en 1999.

Au Japon, le marché boursier paraît avoir bénéficié du regain d'optimisme quant aux perspectives de croissance des bénéfices des entreprises liées à une reprise de l'économie japonaise, en particulier au premier semestre de 1999, avant de se stabiliser au second semestre de l'année. Parallèlement, le recul des rendements des emprunts publics à long terme au Japon semble avoir contribué à la hausse des cours des actions nippones, de la même manière que la baisse du yen japonais par rapport au dollar des États-Unis au premier semestre de 1999, qui a particulièrement soutenu les cours des actions de sociétés tournées vers l'exportation.

Les cours boursiers de la zone euro sont demeurés relativement déprimés dans les premiers mois de 1999 en raison de la lenteur de la reprise économique. Par la suite, avec l'amélioration des prévisions concernant le rythme de l'activité économique, les cours

des actions dans la zone euro ont entamé une remontée. La solidité de ce raffermissement face à la progression parallèle des rendements obligataires à long terme a été remarquable, faisant ressortir la vigueur des anticipations sous-jacentes concernant la rentabilité et la hausse des dividendes versées par les entreprises de la zone euro. Le redressement des cours boursiers a davantage bénéficié, dans un premier temps, aux sociétés plus largement exposées à l'environnement économique externe que ceux des entreprises essentiellement tournées vers le marché intérieur. Étant donné que les grandes entreprises sont généralement plus sensibles à l'environnement international, cette évolution s'est reflétée dans la meilleure performance de l'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, constitué de grandes sociétés, en regard de celle de l'indice large Dow Jones Euro Stoxx.

Au second semestre de 1999, l'optimisme des opérateurs de marché quant aux perspectives de croissance de la demande intérieure s'étant renforcé parallèlement au raffermissement de la confiance des chefs d'entreprise comme celle des consommateurs, les hausses des cours des actions ont été plus uniformément réparties entre les différents secteurs d'activité. Vers la fin de l'année, notamment après la mi-octobre, des progressions relativement fortes ont été enregistrées dans les secteurs de la technologie et des télécommunications. Les cours des actions de ces deux secteurs ont, en effet, augmenté de 134 % et 105 % respectivement à la fin de 1999 par rapport à la période correspondante de 1998, ce qui a largement contribué à la hausse globale des cours boursiers de la zone euro. Les gains enregistrés dans les secteurs de la technologie et des télécommunications semblent liés en partie aux perspectives favorables de croissance des profits à la suite des restructurations, fusions et acquisitions d'entreprises de ces secteurs et de la forte expansion de l'économie Internet.

Entre la fin de 1999 et le 7 mars 2000, les marchés boursiers internationaux ont connu

des évolutions contrastées. Alors que, aux États-Unis, les cours des actions, mesurés par l'indice Standard and Poor's 500, reculaient de 8 %, au Japon, l'indice Nikkei 225 a progressé de 5 % et dans la zone euro, l'indice Dow Jones Euro Stoxx a gagné 11 %. Prolongeant la tendance observée dans les derniers mois de 1999, les cours des actions du secteur de

la technologie de la zone euro ont augmenté de 36 % durant cette période et ont largement contribué à la hausse générale des cours boursiers. Parallèlement, aux États-Unis les cours des valeurs technologiques ont affiché de fortes progressions, l'indice composite Nasdaq ayant gagné 19 %.

3 Les évolutions de prix

Tendance à la hausse du taux d'inflation mesuré par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) en 1999 essentiellement due au renchérissement du pétrole

En moyenne, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a augmenté de 1,1 % en 1999, soit autant qu'en 1998 (cf. tableau 1). Cette progression annuelle recouvre cependant un contraste important entre les profils d'évolution de l'IPCH au cours des années 1998 et 1999. Alors que le taux d'inflation avait baissé en 1998, il a augmenté pendant la plus grande partie de 1999 (cf. graphique 8). Ce mouvement haussier traduit essentiellement des facteurs

extérieurs à la zone euro et plus particulièrement l'évolution des cours sur le marché mondial du pétrole. En revanche, les sources internes de tensions inflationnistes sont demeurées relativement bien maîtrisées en 1999. En décembre 1999, le taux d'inflation mesuré par l'IPCH global s'est établi à 1,7 % sur un an contre 0,8 % en décembre 1998. Le taux d'inflation s'est encore accru en janvier 2000, passant à 2,0 % sur un an, ce qui reflète essentiellement la poursuite du renchérissement du pétrole.

Au cours de l'année 1999, les prix du pétrole se sont accrus, passant de 10,3 euros par baril au premier trimestre à une moyenne de 23,0 euros par baril au quatrième trimestre,

Tableau 1
Évolution des prix et des coûts dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	2000	2000
				T1	T2	T3	T4	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Janv.	Fév.
Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et ses composantes													
Indice global	1,6	1,1	1,1	0,8	1,0	1,1	1,5	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	.
<i>dont :</i>													
Biens	1,2	0,6	0,8	0,3	0,6	0,9	1,5	1,1	1,3	1,5	1,9	2,2	.
Alimentation	1,4	1,6	0,5	1,3	0,6	-0,2	0,4	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	.
Alimentation hors produits frais	1,4	1,4	0,9	1,2	0,8	0,7	0,9	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	.
Produits frais	1,4	2,0	0,0	1,4	0,3	-1,4	-0,3	-1,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	.
Prix des produits industriels	1,0	0,1	1,0	-0,2	0,6	1,4	2,1	1,7	1,8	2,0	2,6	3,1	.
Produits industriels hors énergie	0,5	0,9	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,7	.
Énergie	2,8	-2,6	2,2	-3,9	0,5	4,6	7,8	6,1	6,3	7,2	10,0	12,0	.
Services	2,3	1,9	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	.
Autres indicateurs de prix et de coûts													
Prix de vente industriels ¹⁾	1,1	-0,8	0,0	-2,6	-1,3	0,7	3,1	1,4	2,2	3,1	4,1	5,0	.
Coûts unitaires de main-d'œuvre ²⁾	0,7	0,0	.	1,6	1,6	0,7	.	-	-	-	-	-	-
Productivité du travail ²⁾	1,7	1,5	.	0,1	0,5	1,0	.	-	-	-	-	-	-
Rémunération par personne occupée ²⁾	2,4	1,5	.	1,7	2,0	1,7	.	-	-	-	-	-	-
Coûts horaires totaux de main-d'œuvre ³⁾	2,5	1,7	.	2,0	2,0	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Cours du pétrole (en euros par baril) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	10,3	15,0	19,7	23,0	21,8	20,8	23,5	24,8	24,9	27,6
Cours des matières premières ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	-16,0	-8,2	1,1	14,0	6,6	10,7	11,9	19,3	19,4	20,0

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

1) Hors construction

2) Ensemble de l'économie

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

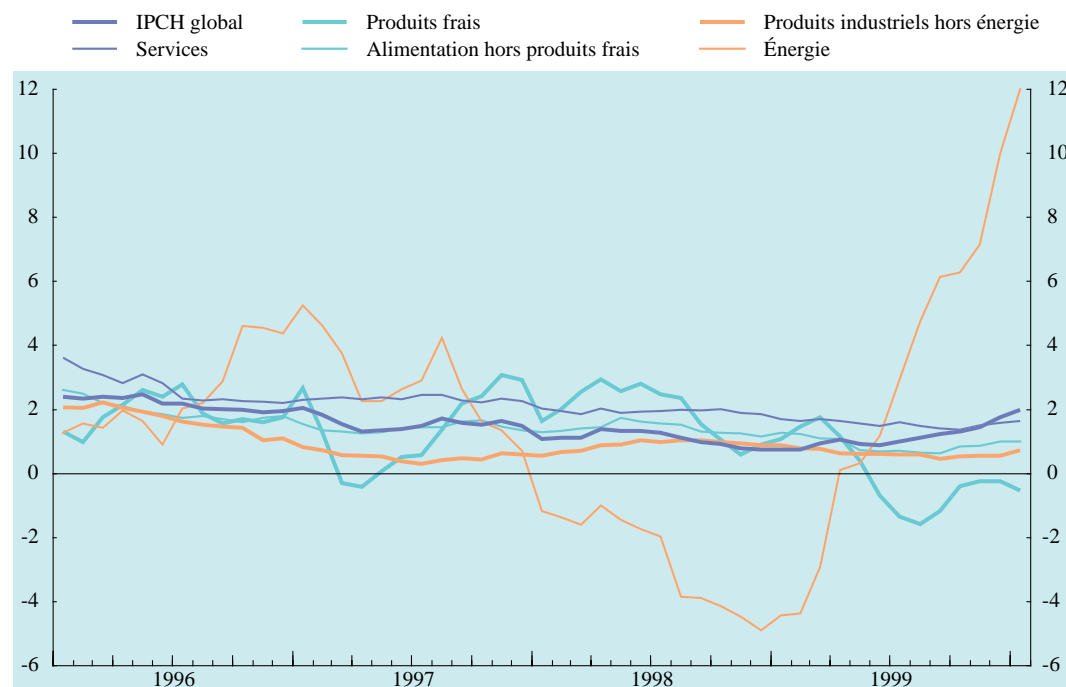
4) Brent Blend (livraison à 1 mois), en écus jusqu'en décembre 1998

5) Hors énergie. En euros ; en écus jusqu'en décembre 1998

Graphique 8

Ventilation de l'IPCH dans la zone euro par composantes

(Variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

ce qui reflète à la fois un raffermissement progressif mais significatif des cours du pétrole sur le marché mondial et une dépréciation du taux de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis. Cette augmentation, qui constitue un renversement de tendance par rapport à la baisse régulière observée en 1998, s'est rapidement traduite au niveau de la composante énergie de l'IPCH ; en décembre 1999, les prix de l'énergie, qui incorporent une grande part de taxes, ont augmenté de 10 % sur un an, la plus grande partie des hausses étant concentrée sur les prix des combustibles liquides. Les autres composantes de l'indice des prix de l'énergie ont connu un profil de hausse plus stable ou, dans le cas des prix de l'électricité dans certains pays de la zone euro, ont subi l'incidence de pressions à la baisse liées à la dérégulation. En outre, l'incidence du renchérissement des cours du pétrole a été, dans une certaine mesure, compensée par l'influence à la baisse de certains autres prix. L'évolution du prix des produits frais, notamment, a eu une incidence négative

significative sur le taux d'augmentation des prix à la consommation.

Les accroissements sous-jacents de prix ont été mieux maîtrisés

Mis à part les composantes les plus instables précitées, les augmentations de prix à la consommation ont été bien mieux maîtrisées en 1999, puisque le taux de croissance de l'IPCH hors énergie et produits frais ne s'est établi qu'à 1,0 % contre 1,4 % en moyenne en 1998. Cette évolution traduit l'incidence des ralentissements significatifs du renchérissement des produits industriels hors énergie, des services et de l'alimentation hors produits frais. Dans le cas de la composante produits industriels hors énergie de l'IPCH, la répercussion des hausses des prix à la production a été relativement limitée en 1999. L'évolution des prix à la production a, pour sa part, essentiellement reflété le renchérissement des matières premières hors pétrole et du pétrole, ce dernier résultant

Encadré 3

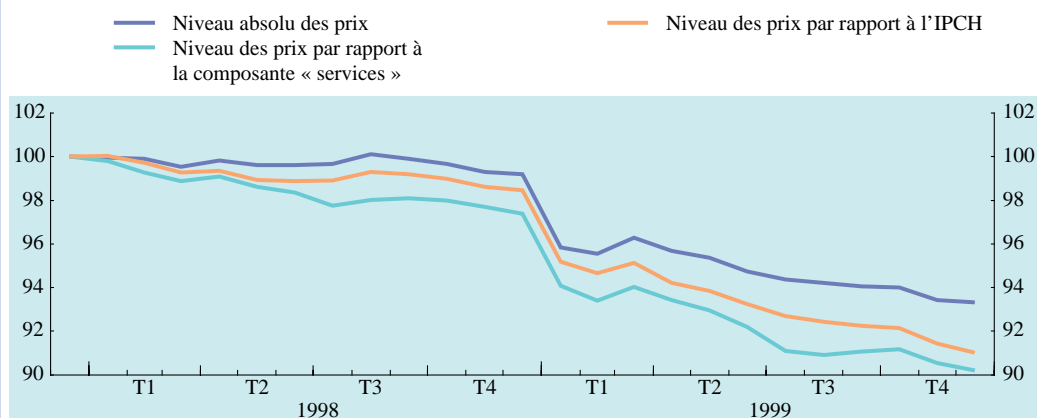
Les effets de la déréglementation du marché sur les prix à la consommation

Dans un certain nombre de secteurs de l'économie de la zone euro, des efforts constants ont été accomplis pour libéraliser les marchés afin que les entreprises opèrent sur une base commerciale et dans un environnement de concurrence. On estime que ce processus apporte une contribution positive au bien-être économique global en accroissant l'efficacité globale de l'utilisation des ressources. Dans de nombreux cas, le processus de libéralisation peut entraîner des pressions à la baisse sur les prix et sur les marges bénéficiaires. La libéralisation du marché s'est poursuivie en 1999 et elle s'est accompagnée de la poursuite des baisses de prix d'un certain nombre de biens et surtout de services, même s'il est difficile de distinguer clairement entre l'incidence de la libéralisation et celle d'autres facteurs tels que les changements technologiques.

Le marché des télécommunications représente le meilleur exemple de l'importance de l'incidence d'une concurrence accrue sur l'évolution des prix à la consommation. La libéralisation des marchés des télécommunications de l'UE qui avait commencé dès les années quatre-vingt dans certains pays s'est accélérée au cours des années quatre-vingt-dix et a coïncidé avec une vague d'innovations technologiques. En principe, la plupart des marchés de télécommunications de l'UE sont complètement ouverts à la concurrence depuis le 1^{er} janvier 1998 à la suite de l'entrée en vigueur de plusieurs Directives du Conseil européen.

Équipements et services liés au téléphone et au télécopieur

(indice : décembre 1997 = 100 ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Les baisses de prix significatives se sont poursuivies en 1999 dans le secteur des télécommunications

Cette accentuation de la concurrence s'est traduite dans l'évolution des prix à la consommation telle qu'elle est mesurée dans la composante « équipements et services en matière de téléphones et de télécopieurs » de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pendant l'intervalle de deux années compris entre décembre 1997 et décembre 1999, l'indice relatif à cette composante a fléchi d'un peu plus de 7,1 % en termes absolus. Dans la mesure où l'inclusion de nouveaux opérateurs dans la base de calcul de l'indice prend du temps, l'IPCH peut ne pas rendre pleinement compte de la réduction des tarifs. Par rapport aux prix exprimés à la fois par l'IPCH global et par l'indice relatif aux services, la baisse a été encore plus prononcée (cf. graphique ci-dessus). Par ailleurs, il semblerait que la concurrence se soit intensifiée durant l'année 1999 dans la zone euro, ce qui a entraîné une baisse très sensible des prix. Des réductions significatives ont eu lieu en Allemagne, aux Pays-Bas, en Irlande et au Luxembourg. En Finlande, où le processus de libéralisation a été amorcé beaucoup plus tôt, les baisses de prix ont été moindres ces derniers temps. Dans un certain nombre d'autres pays de la zone euro, la répercussion sur les consommateurs des bénéfices de la concurrence accrue a été plus progressive et a pris la forme de réductions de prix échelonnées ou « plafonds de prix » qui ont été déterminées par les autorités nationales compétentes.

Les baisses relatives de prix précitées ont probablement encouragé une augmentation de la demande d'équipements et de services de télécommunications. Il est également important de noter que, dans le secteur des télécommunications, les innovations technologiques ont aussi été un facteur déterminant de l'évolution des prix. On peut citer à cet égard l'accès accru à une technologie de téléphonie mobile à bas coûts et de grande qualité. Cependant, le rôle de l'innovation technologique ne peut être complètement distingué du processus de libéralisation du marché parce que la pression accrue de la concurrence a pu accroître l'incitation à innover et à entreprendre des travaux de recherche et de développement dans les entreprises. En outre, de nombreuses fusions se sont produites au sein du secteur en 1999, laissant entrevoir la perspective de nouvelles réductions de prix si elles se traduisent par de nouveaux gains en efficacité.

Certains indices donnent à penser que la libéralisation a commencé à gagner du terrain dans le secteur de l'énergie

Alors que la libéralisation dans le secteur européen de l'énergie est encore très en retrait par rapport à ce qu'elle est dans les télécommunications, certains signes (dans quelques pays de la zone euro) donnent à penser qu'elle a commencé à gagner du terrain vers la fin de l'année 1999. Cette évolution s'inscrit dans le prolongement de certaines initiatives de l'UE destinées à établir un marché intérieur pour la fourniture d'énergie. La Directive sur le marché de l'énergie de 1996 et la Directive sur le marché du gaz de 1998 étaient destinées à faire en sorte que les entreprises de ces secteurs puissent opérer sur une base commerciale et dans un environnement ouvert à la concurrence. Une date limite au 19 février 1999 a été fixée pour l'entrée en vigueur de la Directive sur le marché de l'électricité, même si des périodes de transition ont été accordées pour un an dans le cas de l'Irlande et de la Belgique et pour deux ans dans le cas de la Grèce. Cette Directive prévoit une libéralisation initiale de 25 % du marché environ, cette fraction devant atteindre le tiers en 2003. Toutefois, un certain nombre de pays de la zone euro sont déjà allés au-delà de ces exigences. Une date limite a été fixée au 10 août 2000 pour l'entrée en vigueur dans les États membres de l'UE de la Directive sur le marché du gaz. Selon cette Directive, au moins 28 % du marché devraient être ouverts à la concurrence dès 2003, ce pourcentage étant porté à 33 % en 2008.

Jusqu'à présent, il est difficile de déceler sur les marchés de l'énergie de la zone euro des signes évidents de pressions à la baisse généralisées sur les prix ou sur les marges bénéficiaires. Ce phénomène est en partie dû au fait que le processus de libéralisation du marché de l'énergie n'est qu'amorcé dans la plupart des pays de la zone euro. L'évolution des prix dans ce secteur peut également subir la forte influence d'autres facteurs tels que les changements affectant les prix des combustibles primaires, les réglementations publiques ou la fiscalité de l'énergie. Néanmoins, l'existence de tels écarts entre les prix de l'électricité à travers la zone euro donne à penser qu'il reste un potentiel significatif de baisse des prix. Et, de fait, vers la fin de 1999, les prix de l'énergie ont commencé à baisser dans certains pays, notamment en Allemagne. La diminution des prix n'a pas seulement été une conséquence de la concurrence existante ; dans certains pays qui n'ont ouvert leurs marchés que partiellement, les prix fixés aux consommateurs ont été réduits en anticipation des modifications des conditions de l'offre et de la demande qu'entraînera à l'avenir la pleine ouverture de leur marché.

Même s'il est indéniable que les effets de la déréglementation et de l'accroissement de la concurrence ont été les plus manifestes dans les secteurs des télécommunications et de l'électricité, il est probable que, dans les années qui viennent, ces effets seront observés dans d'autres secteurs, comme ceux du gaz et des transports.

principalement de la dépréciation du taux de change effectif nominal de l'euro. En effet, les prix des biens industriels hors énergie ont progressé de 0,5 % sur un an en décembre 1999, taux que l'on peut rapprocher de l'augmentation moyenne de 0,9 % constatée en 1998. De même, le taux d'accroissement du prix des services est

resté modéré dans le courant de l'année, s'établissant à 1,6 % en décembre 1999, soit 0,3 % de moins que l'accroissement moyen de leurs prix en 1998. Ces évolutions reflètent une croissance légèrement plus élevée mais encore modérée des coûts de main-d'œuvre dans la zone euro (cf. ci-après) et également les pressions à la baisse qui se sont exercées

sur les marges bénéficiaires de certains secteurs – celui des communications offrant l'exemple le plus éclairant à cet égard – à la faveur de la libéralisation des marchés (cf. encadré 3 pour plus de précisions).

Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont recommencé à augmenter, mais la croissance sous-jacente des salaires est demeurée modérée

Les coûts unitaires ont selon les estimations augmenté de 1,6 % sur un an au deuxième trimestre de 1999 alors qu'ils n'avaient pas varié, en moyenne, en 1998 (cf. tableau I). Cette évolution reflète essentiellement un ralentissement de la croissance de la productivité liée à une décélération de l'activité dans la zone euro en 1998 et à une certaine progression des rémunérations nominales par personne occupée. En outre, le taux de croissance des coûts horaires de

main-d'œuvre s'est quelque peu redressé pour s'établir à 2,4 % sur un an au troisième trimestre. Dans ce contexte, au cours du même trimestre, une accélération des gains de productivité associée à un renforcement progressif de l'activité économique a entraîné une décélération de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre dont le taux n'a pas dépassé 0,7 % sur un an. Les marges bénéficiaires, estime-t-on, se sont légèrement resserrées en 1999 par rapport à 1998. Cette évolution s'explique par le profil de l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre dont il a déjà été fait mention et par la hausse des prix de l'énergie et de ceux des intrants hors pétrole (comme par exemple celui des biens intermédiaires). Dans certains secteurs, comme cela a été signalé ci-avant la pression de la concurrence a pu freiner la tendance des entreprises à répercuter la poussée du coût des consommations intermédiaires sur les prix globaux à la consommation.

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

Une reprise progressive de la croissance du PIB réel a été enregistrée en 1999

L'activité économique dans la zone euro a été caractérisée, en 1999, par une reprise progressive de la croissance de la production, qui a succédé au ralentissement observé en 1998. Rétrospectivement, les effets négatifs qu'a eus la crise ayant affecté des économies émergentes sur l'expansion de l'activité dans la zone euro semblent avoir été plutôt brefs et limités. Représentant l'amélioration des perspectives de croissance dans le courant de l'année, les prévisions d'automne relatives à la croissance du PIB réel de la zone euro en 1999 et 2000 ont pour la plupart été légèrement revues à la hausse par rapport à celles qui avaient été faites précédemment au printemps de 1999.

Selon les estimations d'Eurostat pour la zone euro, la hausse du PIB réel s'est établie à 2,2 % pour l'ensemble de 1999, soit un résultat nettement inférieur aux 2,8 % enregistrés

l'année précédente (cf. tableau 2). Ce taux global pour l'année masque toutefois une accélération de la croissance annuelle entre les premier et second semestres de 1999, qui est passée de 1,7 % à 2,7 %. Le rythme de l'expansion économique est donc revenu assez rapidement dans la fourchette considérée comme soutenable à moyen terme, c'est-à-dire comprise entre 2 % et 2,5 %. Le vigoureux dynamisme du second semestre, qui s'est traduit par une croissance trimestrielle du PIB réel de quelque 1 %, devrait se prolonger en 2000. Si quelques écarts de croissance ont été observés entre les États membres en 1999, les prévisions tablent sur un rapprochement en 2000 (cf. encadré 4).

En 1999, le passage au nouveau Système européen des comptes 1995 (SEC 95) a ajouté à l'incertitude qui entoure habituellement les estimations du PIB. Le changement en lui-même représente une nette amélioration du point de vue

Tableau 2

Structure de la croissance du PIB réel dans la zone euro

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

	Taux annuels ¹⁾								Taux trimestriels ²⁾				
	1997	1998	1999	1998 T4	1999 T1	1999 T2	1999 T3	1999 T4	1998 T4	1999 T1	1999 T2	1999 T3	1999 T4
Produit intérieur brut réel	2,3	2,8	2,2	2,0	1,7	1,8	2,3	3,1	0,2	0,6	0,5	1,0	0,9
dont :													
Demande intérieure	1,7	3,4	2,8	3,1	2,8	2,7	2,7	3,0	0,8	0,9	0,4	0,6	1,1
Consommation privée	1,5	3,0	2,5	3,1	2,8	2,4	2,4	2,6	0,6	0,7	0,3	0,7	0,8
Consommation publique	0,7	1,2	1,2	1,0	1,2	0,9	1,2	1,3	0,2	0,8	-0,1	0,2	0,3
FBCF	2,2	4,4	4,5	3,8	3,6	5,1	4,8	4,6	0,6	1,6	0,7	1,7	0,5
Variation des stocks ³⁾⁴⁾	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,4
Exportations nettes ³⁾	0,6	-0,5	-0,5	-1,1	-1,0	-0,9	-0,2	0,2	-0,5	-0,3	0,1	0,4	-0,1
Exportations ⁵⁾	10,1	6,7	3,9	2,0	0,7	2,1	5,2	7,7	-0,9	0,4	2,4	3,3	1,4
Importations ⁵⁾	8,7	9,1	5,7	5,6	4,0	5,0	6,4	7,5	0,7	1,4	2,1	2,1	1,8

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

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

4) Acquisitions moins cessions d'objets de valeur

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

Encadré 4

Écarts de croissance et d'inflation dans la zone euro

En 1999, des écarts sensibles ont été observés dans les taux de croissance et d'inflation des différents pays de la zone euro (cf. tableau ci-dessous). Même si, selon les prévisions disponibles des principales institutions internationales, comme la Commission européenne, les écarts d'inflation et de croissance devraient diminuer quelque peu au cours des deux prochaines années, rien ne permet d'envisager, au vu de l'expérience d'autres vastes zones de monnaie unique, comme les États-Unis, leur complète disparition à l'avenir.

Croissance du PIB réel et évolution de l'IPCH dans les pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
PIB réel											
1998	2,7	2,2	4,0	3,2	8,9	1,5	5,0	3,7	2,9	3,8	5,0
1999	2,3	1,5	3,7	2,7	9,4	1,4	5,0	3,5	2,2	2,9	3,5
IPCH											
1998	0,9	0,6	1,8	0,7	2,1	2,0	1,0	1,8	0,8	2,2	1,4
1999	1,1	0,6	2,2	0,6	2,5	1,7	1,0	2,0	0,5	2,2	1,3

Sources : Eurostat et données nationales

En ce qui concerne les évolutions récentes de la hausse du PIB réel en 1999, les taux de croissance les plus élevés ont été enregistrés en Irlande (9,4 %), au Luxembourg (5 %), en Espagne (3,7 %), en Finlande et aux Pays-Bas (3,5 % dans chacun de ces deux pays). L'accroissement de l'activité au Portugal (2,9 %) et en France (2,7 %) a également dépassé la moyenne de la zone euro, mais dans une moindre mesure. En Italie (1,4 %) et en Allemagne (1,5 %), en revanche, la croissance a été sensiblement inférieure à celle de la zone euro dans son ensemble. En fait, les différences de croissance entre les pays (basées sur l'écart-type non pondéré) ont diminué en 1999. Alors que l'activité s'est ralentie dans la plupart des pays de la zone euro, ce mouvement a généralement été plus prononcé dans les pays où la croissance avait été la plus forte en 1998. Un ralentissement de la progression de la demande intérieure est attendu au cours des prochaines années dans plusieurs des économies les plus dynamiques. Une convergence accrue des taux de croissance est également prévue à l'avenir, sous l'effet d'une accélération de l'expansion, à partir du second semestre de 1999, dans les pays où l'activité a crû plus modestement.

Il faut garder à l'esprit que les écarts de taux de croissance entre les pays de la zone euro reflètent des différences tendancielles à long terme ainsi que des divergences conjoncturelles (cf. article du Bulletin mensuel de juillet 1999 intitulé Les évolutions à long terme et les variations cycliques des principaux indicateurs économiques de la zone euro). En particulier, des taux de croissance plus élevés ont été enregistrés dans certains pays en phase de rattrapage. Les différents rythmes d'expansion peuvent aussi traduire les progrès accomplis dans la mise en œuvre de réformes structurelles. Toutefois, dans d'autres cas, des pays peuvent se trouver à un autre stade du cycle économique ou avoir réagi avec plus ou moins de vigueur à la dégradation de l'environnement mondial en 1997 et 1998. Dans une perspective de plus long terme, l'ampleur des écarts récents semble avoir été comparable à celle qui avait été observée dans le passé.

Les écarts de taux d'inflation ont été moins marqués et la fourchette actuelle des taux d'inflation s'est considérablement rétrécie par rapport à celle qui prévalait au début des années quatre-vingt-dix. En Irlande, les prix à la consommation tels que mesurés par l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) ont augmenté de 2,5 % en 1999. En Espagne et au Portugal, l'IPCH a progressé de 2,2 %, contre une hausse de 2,0 % aux Pays-Bas. Les hausses les plus faibles ont été constatées en Autriche (0,5 %), en Allemagne et en France (0,6 % dans les deux cas). S'agissant de l'avenir, une nouvelle convergence des taux d'inflation peut être attendue. Les écarts d'inflation dans la zone euro ont été étudiés dans le numéro d'octobre 1999 du Bulletin mensuel (cf. article intitulé Les écarts d'inflation dans une union monétaire). Plusieurs raisons peuvent expliquer les écarts de hausse des prix entre les pays : pondérations différentes des composantes individuelles

dans la définition des IPCH nationaux, processus de convergence des prix (résultant de l'union monétaire et d'une transparence accrue des prix), effets de rattrapage. Les divergences dans les évolutions des prix peuvent également être la conséquence de positions différentes dans le cycle, qui entraînent des pressions inégales sur la demande et les salaires. En outre, les degrés de flexibilité différents des marchés nationaux des biens et du travail sont susceptibles d'amplifier les contrastes des niveaux de prix nationaux. L'expérience des États-Unis confirme l'existence d'écarts d'inflation au sein d'une union monétaire et indique que ceux qui ont prévalu récemment entre les pays de la zone euro ne sont pas exceptionnellement élevés.

Comme on l'a déjà évoqué, les réformes structurelles, dont la moindre n'a pas été l'introduction de l'euro, peuvent être à la base d'une évolution différente, à l'avenir, des écarts de croissance et d'inflation entre les pays de la zone euro. La BCE observe attentivement dans quelle mesure ces écarts persistent ou s'accroissent. Toutefois, la politique monétaire de l'Eurosystème est basée sur des évolutions à l'échelle de la zone. Pour autant que les circonstances dictent une intervention politique, celle-ci passe par d'autres instruments des politiques nationales (de la même manière que la réponse aux évolutions régionales a, jusqu'à présent, été apportée par des politiques autres que la politique monétaire). D'intenses débats ont eu lieu sur la question de la mobilité relativement limitée du travail dans la zone euro (et dans les pays eux-mêmes), celle-ci ayant peu de chances de devenir un moyen important d'ajustement. Il convient donc d'augmenter la flexibilité du marché du travail. La politique budgétaire peut elle aussi jouer un rôle dans la lutte contre les chocs spécifiques à certains pays. Cela nécessite cependant que des marges de sécurité suffisantes soient dégagées dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Globalement, les écarts dans les évolutions économiques entre les pays de la zone euro renforcent le besoin de réformes structurelles des marchés du travail et des biens ainsi que d'un assainissement budgétaire.

méthodologique et en termes de comparabilité, de fréquence et de délais d'obtention des données, mais sa mise en œuvre pratique a été marquée par des retards imprévus, ce qui a eu pour conséquence que les données publiées en 1999 ont en partie été corrigées davantage que prévu. Étant donné l'expérience relativement courte dont on dispose dans la compilation de données selon la nouvelle méthodologie du SEC 95, des corrections a posteriori liées au changement de système sont susceptibles de se produire encore à l'avenir. Une certaine prudence s'impose donc dans l'interprétation des données récentes relatives au PIB.

La demande intérieure a été plutôt vigoureuse et le dynamisme global a été dû aux exportations nettes

En ce qui concerne les principales composantes du PIB, deux éléments essentiels caractérisent principalement la croissance en 1999. Premièrement, la vive progression de la demande intérieure finale explique largement pourquoi le ralentissement de

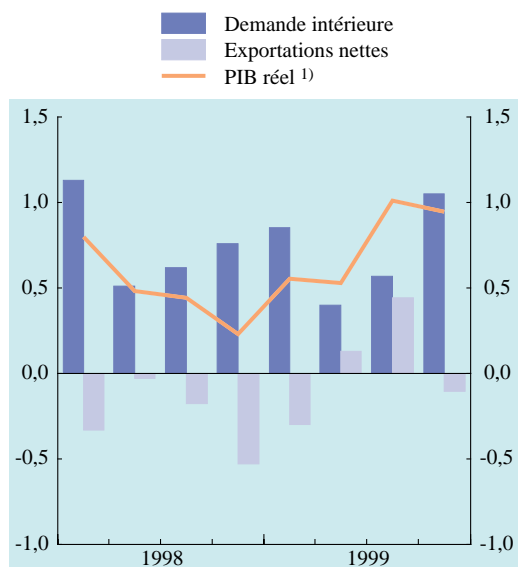
l'activité entre 1998 et 1999 a, finalement, été moins prononcé que celui observé de 1995 à 1996. Deuxièmement, le recul conjoncturel survenu à la fin de 1998 avait résulté d'une détérioration des débouchés dans les pays tiers, de la même manière que la reprise de la croissance dans la zone euro en 1999 a surtout reflété la hausse des résultats à l'exportation. Au cours de l'année, les contributions de la demande intérieure à la croissance du PIB réel sont devenues de plus en plus positives, celles des exportations nettes, initialement moins favorables, marquant également une tendance à l'amélioration (cf. graphique 9).

Avec une contribution négative à la croissance du PIB de 0,5 point de pourcentage, les exportations nettes ont freiné l'expansion de l'activité pour l'ensemble de 1999, mais, sur la base des évolutions trimestrielles, les contributions à la croissance sont devenues positives aux deuxième et troisième trimestres. Outre une stabilisation et une reprise graduelle de la demande étrangère, cette amélioration a aussi traduit, en partie,

Graphique 9

Contributions à la croissance trimestrielle du PIB réel dans la zone euro

(Contributions trimestrielles en points de pourcentage ; données cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

un gain en termes de compétitivité-prix. Si les effets négatifs que les crises ayant affecté les économies des marchés émergents ont exercé sur l'activité intérieure ont été aggravés par la fermeté du taux de change de l'euro à la fin de 1998 et au début de 1999, la dépréciation de la monnaie unique vers la mi-1999 a été en revanche favorable aux exportations de la zone euro. La croissance des exportations de biens et services a, dès lors, redémarré vigoureusement pour dépasser le rythme de progression des importations aux deuxième et troisième trimestres de l'année dernière.

La demande intérieure est demeurée assez vive en 1999 et s'est accrue à un rythme annuel d'environ 3 % chaque trimestre. La croissance relativement soutenue de la consommation privée a grandement participé à la nette augmentation de la demande intérieure. La confiance des consommateurs, qui avait atteint son plus haut niveau historique au début de 1999, est restée nettement au-dessus de sa moyenne de long

terme pendant toute l'année. Ce degré élevé de confiance et le vif développement de la consommation qui l'a accompagné ont été le résultat de l'amélioration rapide et ininterrompue de l'emploi et d'une accélération de la croissance des salaires réels dans un environnement de faibles taux d'intérêt réels et de stabilité des prix. Le bas loyer de l'argent et, de surcroît, le dynamisme des marchés boursiers et immobiliers ont probablement favorisé l'expansion du crédit et partant la consommation des ménages. La consommation publique ne s'est accrue que modestement en 1999, ce qui reflète le besoin persistant de poursuivre le rééquilibrage des finances publiques dans la plupart des États membres et le souhait de diminuer la part relative du secteur public dans l'économie.

S'agissant de la composante investissements du PIB, l'accumulation de capital pour l'ensemble de 1999 semble avoir été largement à l'abri de l'affaiblissement de la demande totale, c'est-à-dire la demande intérieure et les exportations. La formation brute de capital fixe a globalement augmenté, en 1999, de 4,5 %, soit un rythme proche de celui observé en 1998. Cette évolution est le fruit de plusieurs facteurs. La relative brièveté des effets négatifs sur la demande, comme le montre le retournement de la confiance dans l'industrie après le premier trimestre de 1999, paraît avoir limité l'incidence négative sur les investissements des entreprises. En particulier, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier, indicateur de la pression de la demande par rapport aux capacités de l'offre, n'est pas revenu, en 1999, sous son niveau moyen de long terme et n'a donc pas signalé la présence d'excédents trop importants de capacités de production. Les faibles niveaux des taux d'intérêt réels qui ont prévalu pendant la majeure partie de l'année écoulée ont sans doute constitué une importante incitation à maintenir l'effort d'investissement, non seulement dans le domaine des équipements productifs mais aussi dans celui des logements. En ce qui concerne l'autre composante des investissements, les variations de stocks ont fourni une contribution légèrement positive à la croissance du PIB en

1999. Cet effet limité peut s'expliquer par le fait que la hausse du PIB réel est demeurée relativement forte et que les entreprises ont accru leurs stocks, à un rythme plus bas cependant, afin de maintenir le ratio souhaité stocks/production. En raison des incertitudes statistiques liées au recensement des variations de stocks dans les comptes nationaux, il n'est pas possible d'évaluer en détail les effets plus spécifiques sur les évolutions des stocks en 1999, comme ceux présumés liés au passage à l'an 2000.

L'industrie a enregistré l'évolution conjoncturelle la plus nette

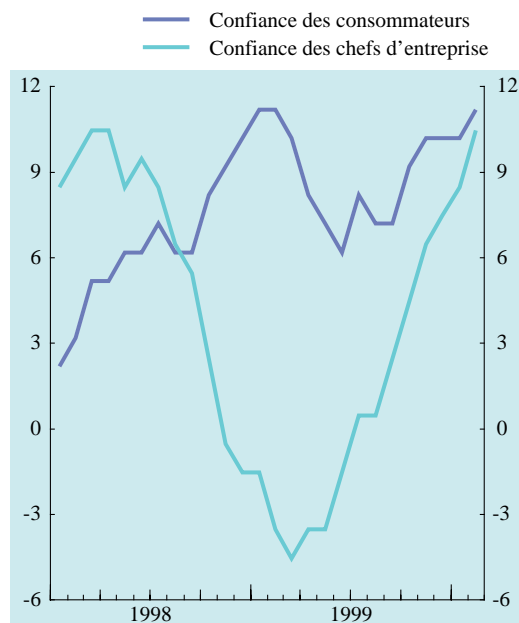
En ce qui concerne les secteurs, le ralentissement et la reprise qui lui a succédé de la croissance globale de l'activité ont été largement concentrés dans l'industrie, tandis que les évolutions de la production dans le secteur des services paraissent avoir été plus stables. Ce mouvement reflète l'importance relativement forte de la demande étrangère pour la production dans le secteur manufacturier et de la demande intérieure pour les services. Les évolutions contrastées de la croissance selon les secteurs sont apparues dans les évolutions différentes de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs (cf. graphique 10). D'une part, le repli de la confiance des consommateurs par rapport au point haut atteint au début de 1999 a été limité et bref et l'indicateur est resté nettement supérieur à sa moyenne de long terme. D'autre part, la confiance des chefs d'entreprise a affiché un recul plus durable, qui s'était amorcé au début de 1998, et est tombée en deçà de sa moyenne de long terme au premier semestre de 1999. Les deux indicateurs de confiance sont remontés plus tard dans l'année pour quasiment retrouver à la fin de 1999 les sommets atteints antérieurement.

La production industrielle a continué de fléchir jusqu'au début de 1999, puis est repartie à la hausse. Au premier trimestre, la production était déjà supérieure, en moyenne, à celle enregistrée pendant le dernier

Graphique 10

Indicateurs de confiance dans la zone euro

(Soldes d'opinions lissés en moyenne ; en pourcentage ; données mensuelles)



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

Note : Les données présentées sont calculées en termes d'écart par rapport à la moyenne sur la période ayant débuté en janvier 1985.

trimestre de 1998. L'augmentation de la production a commencé à s'accélérer après l'été et, à la fin de l'année, le rythme de l'expansion était encore un peu inférieur à ce qui avait été observé au cours des précédentes périodes de reprise. Cependant, les données relatives au quatrième trimestre de 1999 sont susceptibles d'être révisées en hausse, conformément aux informations fournies postérieurement aux statistiques de production de décembre. Compte tenu de ces éléments, sur l'ensemble de 1999, la production industrielle a progressé de moins de 2 % (cf. tableau 3). L'augmentation a été plus vive dans les industries de biens de consommation durables, atteignant 2,3 % pour l'ensemble de l'année. La production dans ces branches a probablement profité de plusieurs facteurs, essentiellement la vigueur continue de la demande de consommation en général. En particulier, la libéralisation des marchés des télécommunications et les progrès dans les technologies de l'Internet

ont stimulé la production des équipements concernés. Dans les industries de biens d'équipement, le redressement de la production s'est opéré un peu plus tard que dans les autres branches de l'industrie, la progression pour l'ensemble de 1999 atteignant 1,5 %. Enfin, la reprise s'est amorcée légèrement plus tôt dans les branches des biens intermédiaires que dans certaines autres branches du secteur manufacturier, mais elle a été seulement graduelle, la hausse de la production ne dépassant pas 1,5 % en 1999.

Globalement, l'incidence négative des évolutions extérieures sur l'activité économique de la zone euro a été de faible ampleur et de courte durée en 1999. La reprise de l'activité globale dans le courant de l'année a largement résulté de la croissance plus forte des exportations et, par secteur, a surtout reflété le rebond de la production industrielle. Avec la croissance relativement soutenue de la demande intérieure et de la production dans le secteur des services, ce mouvement peut être considéré comme constituant la base d'une expansion plus largement diffusée en 2000.

Une croissance soutenue de l'emploi en 1999

Selon des données nationales, en 1999, l'emploi aurait progressé dans la zone euro à peu près au même rythme qu'en 1998, soit 1,4 %. Si cette évolution donne à penser que le ralentissement de l'activité économique à la fin de 1998 et au début de 1999 n'a pas, en moyenne, eu d'incidence sur la progression globale de l'emploi, son incidence est manifeste dans l'évolution trimestrielle. Celle-ci fait apparaître une légère décélération du rythme de hausse trimestriel au premier semestre de 1999, qui marque un contraste avec l'amélioration progressive observée au cours de l'année précédente (cf. graphique 11).

Cette évolution de la progression totale de l'emploi reflète largement les développements dans l'industrie, où la croissance est restée négative durant les deux premiers trimestres de 1999. Les mouvements plus nets dans l'industrie sont liés à la sensibilité nettement plus forte du secteur manufacturier aux évolutions extérieures que d'autres secteurs de l'économie. Sur l'ensemble de 1999, l'emploi dans l'industrie a reculé modestement. On peut donc en

Tableau 3

Production industrielle de la zone euro

(variations en pourcentage)

	Taux annuels ¹⁾									Taux trimestriels ²⁾				
	1997	1998	1999	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1998	1999	1999	1999	1999
				T4	T1	T2	T3	T4	T4	T1	T2	T3	T4	
Ensemble de l'industrie														
hors construction	4,4	4,1	1,6	1,6	0,5	0,4	2,1	3,3	-0,2	0,2	0,5	1,4	1,1	
Industrie manufacturière	5,0	4,6	1,6	1,4	0,2	0,3	2,1	3,6	-0,8	0,5	0,6	1,8	0,8	
<i>par grandes branches :</i>														
Biens intermédiaires	5,4	3,7	1,5	0,3	-0,1	0,2	2,7	3,6	-0,2	0,4	0,7	1,5	1,0	
Biens d'équipement	5,0	6,8	1,5	4,3	1,1	-0,3	1,3	3,6	0,0	-0,2	0,3	1,5	1,3	
Biens de consommation	2,7	3,1	1,7	1,3	1,1	1,2	2,0	2,5	-0,4	0,6	0,7	1,2	0,0	
Biens durables	2,8	6,4	2,3	4,6	1,9	2,8	2,3	2,4	0,3	-0,3	1,4	1,6	0,1	
Biens non durables	2,6	1,5	1,5	-0,3	0,8	0,1	2,3	2,6	0,2	0,4	0,3	1,0	0,4	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

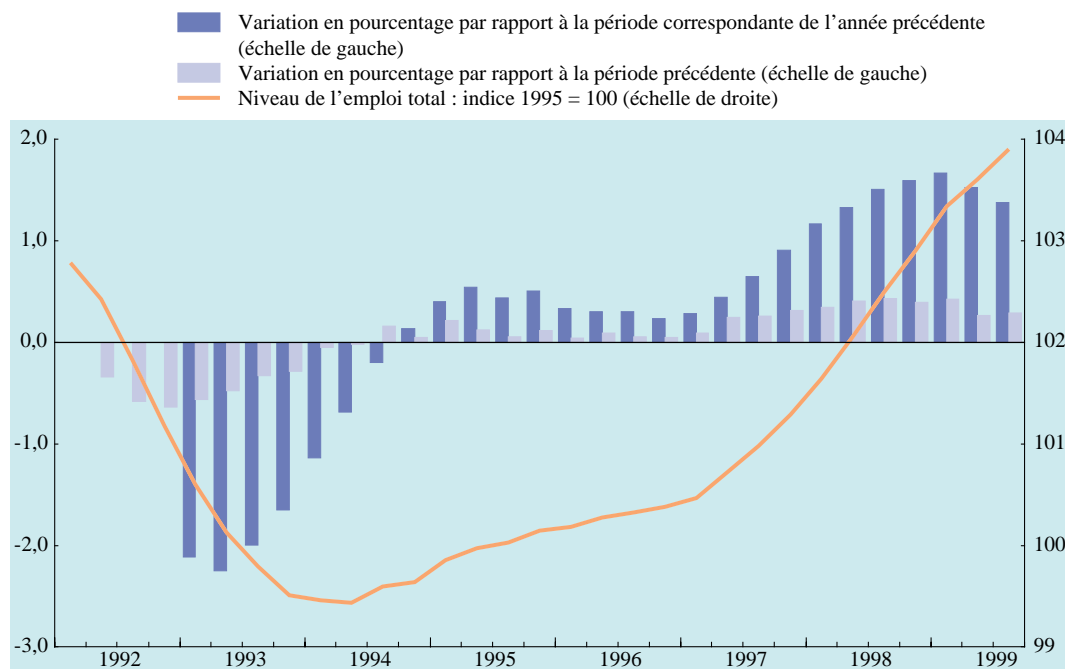
1) Taux annuels : variation en pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente, sur la base de données corrigées de l'inégalité des jours ouvrables.

2) Taux trimestriels : variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent, sur la base de données cvs et corrigées de l'inégalité des jours ouvrables.

Graphique 11

Emploi total dans la zone euro ¹⁾

(Données trimestrielles ; cvs)



Sources : Données nationales (à l'exclusion de la Belgique et de l'Irlande) et calculs de la BCE

1) Les données nationales prises en compte pour le calcul de l'indicateur de la zone euro font référence, dans la mesure du possible, à l'emploi total (salariés et indépendants) dans tous les secteurs d'activité à l'exclusion des forces armées. Aux Pays-Bas, elles ne font référence qu'aux salariés.

conclure que l'incidence très limitée du ralentissement de l'activité économique sur la croissance totale de l'emploi en 1999 doit avoir résulté de la vigueur persistante de la croissance de l'emploi dans les autres secteurs de l'économie, en particulier dans les services. Les évolutions de l'emploi dans ce secteur, qui est à plus forte proportion de main-d'œuvre que l'industrie, ont bénéficié de la progression ininterrompue de la demande intérieure.

Les autres facteurs également à la base des évolutions de l'emploi dans la zone euro en 1999 sont, comme mentionné dans la partie 3 ci-avant, les développements favorables des coûts de main-d'œuvre obtenus à la faveur de la poursuite de la modération salariale et des réductions des coûts de main-d'œuvre non salariaux. En outre, les politiques publiques visant à assouplir les rigidités structurelles sur le marché du travail et la mise en place de

programmes de création d'emplois ont contribué à l'augmentation du nombre de postes de travail en 1999.

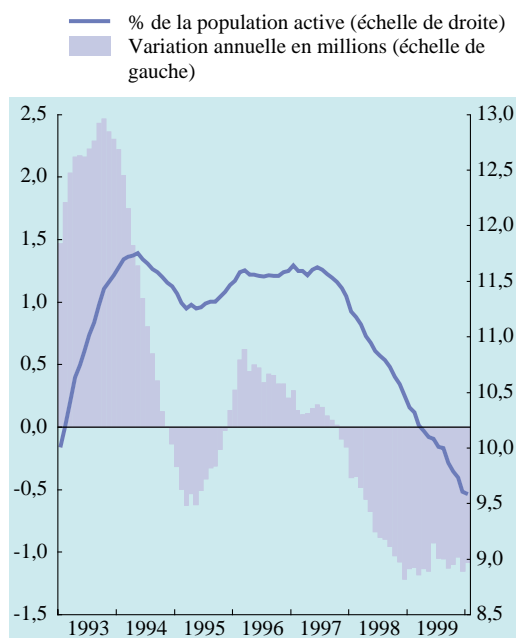
Le taux de chômage a poursuivi sa dérive progressive

Le taux standardisé du chômage a continué de reculer en 1999, de manière largement conforme à la tendance observée en 1998 (cf. graphique 12). À la fin de l'année, le taux de chômage s'établissait à 9,6 %, en retrait de 0,9 point de pourcentage par rapport à décembre 1998. En moyenne, le nombre de chômeurs a diminué d'environ 1 million en 1999, contre une baisse de 785 000 unités en 1998, pour revenir à 12,9 millions, soit le plus faible niveau enregistré depuis 1992. Comme en 1998, l'augmentation de la population active qui a accompagné le rythme soutenu des créations nettes d'emplois en 1999 semble avoir limité quelque peu

Graphique 12

Chômage dans la zone euro

(données mensuelles)



Source : Eurostat

l'effet de l'accroissement de l'emploi sur le recul du chômage (cf. tableau 4). La population active aurait augmenté de 0,6 % en 1999, c'est-à-dire à un rythme similaire à celui enregistré les trois années précédentes et supérieur de 0,4 point de pourcentage au taux moyen de progression observé au début des années quatre-vingt-dix. Cette croissance plus rapide a sans doute résulté en partie

de l'amélioration de l'emploi ces dernières années, qui a incité un plus grand nombre de personnes à entrer sur le marché du travail ou à le réintégrer.

En ce qui concerne les évolutions survenues dans le courant de 1999, la baisse du taux de chômage s'est légèrement ralentie pendant l'été, ce qui a reflété avec un certain décalage l'incidence négative du ralentissement temporaire de l'activité économique à la fin de 1998 et au début de 1999. À partir de septembre, cependant, le taux de chômage a recommencé à reculer sous l'effet d'un renforcement de l'activité.

Une ventilation par tranche d'âge montre que le taux de chômage a diminué à la fois chez les jeunes et les personnes de plus de 25 ans. La baisse a toutefois été plus nette pour les premiers (avec un recul de 20,7 % à 18,3 % entre la fin de 1998 et la fin de 1999) que pour les seconds (pour lesquels le taux est revenu de 9,1 % à 8,6 % sur la même période). Enfin, par pays, la dispersion des taux de chômage s'est réduite pendant l'année sous revue, sous l'effet de facteurs conjoncturels et de l'incidence prolongée des réformes structurelles du marché du travail mises en œuvre dans certains pays.

Tableau 4

Évolutions du marché du travail de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage et pourcentages)

	1997	1998	1999	1997 T3	1997 T4	1998 T1	1998 T2	1998 T3	1998 T4	1999 T1	1999 T2	1999 T3	1999 T4
Population active	0,7	0,6	.	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	.
Emploi	0,6	1,4	.	0,6	0,9	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,5	1,4	.
Ensemble de l'industrie	-1,3	0,2	.	-1,2	-0,5	0,1	0,1	0,3	0,4	0,1	0,0	0,0	.
Chômage	0,6	-5,3	-7,8	0,7	-0,5	-2,8	-4,8	-6,2	-7,5	-7,7	-7,7	-7,9	-8,0
Taux de chômage¹⁾													
Total	11,5	10,9	10,0	11,6	11,4	11,2	10,9	10,8	10,6	10,3	10,1	10,0	9,7
Moins de 25 ans	23,2	21,2	19,1	23,1	22,6	21,8	21,4	21,1	20,7	20,0	19,3	18,9	18,3
25 ans et plus	9,9	9,4	8,8	9,9	9,9	9,7	9,5	9,3	9,1	9,0	8,9	8,7	8,6

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

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

5 Les évolutions budgétaires

Les déficits continuent de se réduire, principalement sous l'effet de la conjoncture et de la diminution des charges de la dette.

L'assainissement des situations budgétaires s'est poursuivi modestement en 1999. Les perspectives d'une nouvelle amélioration des soldes budgétaires s'étaient assombries dans la première partie de 1999, en raison du ralentissement de la croissance économique. Toutefois, par la suite – particulièrement au second semestre –, l'environnement

économique s'est éclairci. Ce mouvement, et la faiblesse relative des taux d'intérêt, ont exercé un effet bénéfique sur les finances publiques. Globalement, on a assisté à une amélioration des situations budgétaires dans la zone euro et le ratio moyen de déficit des administrations publiques par rapport au PIB est revenu de 2 % en 1998 à 1,25 % en 1999 (cf. tableau 5). Cette diminution du ratio de déficit résulte d'une légère réduction des dépenses publiques par rapport au PIB et d'une modeste progression du ratio recettes

Tableau 5

Situations budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

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

	1996	1997	1998	1999
Zone euro	-4,3	-2,6	-2,0	-1,2
Belgique	-3,7	-2,0	-1,0	-0,9
Allemagne	-3,4	-2,6	-1,7	-1,2
Espagne	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1
France	-4,2	-3,0	-2,7	-1,8
Irlande	-0,6	0,8	2,1	2,0
Italie	-7,1	-2,7	-2,8	-1,9
Luxembourg	2,7	3,6	3,2	2,4
Pays-Bas	-1,8	-1,2	-0,8	0,5
Autriche	-3,8	-1,9	-2,5	-2,0
Portugal	-3,8	-2,6	-2,1	-2,0
Finlande	-3,2	-1,5	1,3	2,3

Dette brute des administrations publiques

	1996	1997	1998	1999
Zone euro	75,2	74,6	73,0	72,2
Belgique	128,3	123,0	117,4	114,4
Allemagne	59,8	60,9	60,7	61,1
Espagne	68,0	66,7	64,9	63,5
France	57,1	59,0	59,3	58,6
Irlande	74,1	65,3	55,6	52,4
Italie	122,1	119,8	116,3	114,9
Luxembourg	6,2	6,0	6,4	6,2
Pays-Bas	75,3	70,3	67,0	63,8
Autriche	68,3	63,9	63,5	64,9
Portugal	63,6	60,3	56,5	56,8
Finlande	57,1	54,1	49,0	47,1

Sources : Eurostat; BCE pour les données agrégées de la zone euro

Note : Les données sont établies sur la base du SEC 95.

publiques/PIB. Plus tôt dans l'année, on tablait sur un recul plus limité, mais les résultats se sont avérés plus favorables que prévu, grâce à des recettes publiques supérieures aux prévisions, en raison notamment de l'amélioration du climat économique. De plus, les situations de départ en 1999 ont été meilleures qu'escompté, grâce aux révisions des résultats d'exécution du budget de 1998. En pourcentage du PIB, la dette brute des administrations publiques dans la zone euro s'est légèrement contractée en 1999.

Les politiques budgétaires étant de la compétence de chaque État membre, évaluer uniquement les chiffres relatifs à la zone euro équivaldrait à négliger les importantes différences entre les finances publiques de chaque pays. Quatre pays ont enregistré des excédents budgétaires en 1999, à savoir l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Finlande. En outre, à l'exception des Pays-Bas, ces pays respectent facilement la valeur de référence de 60 % du PIB fixée pour la dette publique. Les Pays-Bas et la Finlande ont amélioré leur solde budgétaire et ont réussi à réduire une nouvelle fois le ratio de leur dette en 1999. Le Luxembourg a, pour sa part, une très faible dette publique, qui s'élève à 6,2 % du PIB. Les ratios de dette de deux pays, l'Italie et la Belgique, sont restés au-dessus de 110 % du PIB, même s'ils se sont de nouveau contractés. Le ratio de déficit de l'Italie s'est amélioré, revenant de 2,8 % en 1998 à 1,9 % en 1999, tandis que le déficit de la Belgique est resté pratiquement stable, à 1 %. Tous les autres pays participants ont affiché des déficits inférieurs à 2 % en 1999 et des ratios de dette un peu inférieurs (France et Portugal) ou légèrement supérieurs à 60 % du PIB (Allemagne, Espagne, Pays-Bas et Autriche). Les ratios de solde budgétaire sont restés globalement stables en Belgique, en Irlande et au Portugal entre 1998 et 1999, alors que, à l'exception du Luxembourg où le ratio excédent budgétaire/PIB a diminué, des progrès plus significatifs ont été réalisés dans les autres pays. Trois pays (Allemagne, Autriche et Portugal) ont vu leur ratio de dette augmenter.

Toutefois, une évaluation des situations budgétaires structurelles des administrations publiques doit prendre dûment en compte à la fois les évolutions conjoncturelles et les autres facteurs qui échappent au contrôle direct des gouvernements. À cet égard, il apparaît que les finances publiques dans la zone euro continuent d'être largement dépendantes du climat économique et de la baisse des charges d'intérêts. Les estimations de la Commission européenne ne semblent indiquer qu'une amélioration marginale du rapport entre le solde primaire corrigé des variations conjoncturelles et le PIB (c'est-à-dire le solde budgétaire hors paiements d'intérêts sur la dette publique, corrigé des variations conjoncturelles) pour la zone euro dans son ensemble en 1999. Les mesures discrétionnaires d'assainissement ne semblent donc pas avoir joué un rôle réel dans l'amélioration des situations budgétaires structurelles en 1999. Il en avait déjà été ainsi en 1998, en dépit d'une vive croissance qui aurait pu permettre d'accélérer la réduction des déséquilibres structurels dans de nombreux États membres.

Alors que la baisse des charges d'intérêts a fortement influencé les situations budgétaires globales, l'excédent primaire moyen par rapport au PIB n'a que peu augmenté en 1998 et 1999. On notera en particulier que le surplus primaire en pourcentage du PIB s'est réduit en 1999 en Belgique et en Italie, c'est-à-dire des pays où des ratios élevés de dette publique justifient la fixation d'objectifs budgétaires relativement ambitieux afin d'obtenir une diminution rapide des taux d'endettement. Toutefois, les éléments exposés ci-dessus montrent que les États membres de la zone euro présentant les ratios de dette les plus élevés doivent encore réaliser des progrès significatifs à cet égard.

Par ailleurs, en ce qui concerne l'évolution de la dette publique, le rôle joué par les « ajustements déficit-dette » dans les variations des taux d'endettement dans la zone euro n'a pas été négligeable, comme d'ailleurs les années précédentes. Ces ajustements laissent le ratio de déficit

inchangé, mais ont une incidence sur les niveaux d'endettement des administrations publiques. Ils réduisent la dette publique, par exemple dans le cas des privatisations qu'ont menées la plupart des gouvernements de la zone euro en 1999 et précédemment. Dans certains autres cas, des dotations en capital des entreprises publiques et des ajustements de la valeur de la dette en devises, par exemple, ont maintenu la dette publique à un niveau supérieur à celui qu'on aurait pu attendre sur la base du déficit budgétaire.

Stratégies d'assainissement des États membres

La plupart des États membres ont clairement manifesté leur intention, au cours des récents débats sur l'orientation de leur politique budgétaire, de poursuivre l'assainissement de leurs finances publiques en vue d'atteindre des situations budgétaires conformes aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance. De ce fait, la réduction des ratios de déficit devrait se prolonger dans la zone euro en 2000, mais à un rythme ralenti. De plus, les programmes budgétaires actuels donnent à penser que ces nouvelles diminutions des déficits publics s'expliquent une nouvelle fois largement par le climat économique favorable et par la poursuite de la contraction des charges d'intérêts en pourcentage du PIB.

Dans le même temps, les principaux objectifs des responsables de la politique budgétaire semblent s'orienter vers une stratégie de réduction des déséquilibres budgétaires et de réaménagement du niveau et de la structure des recettes et des dépenses publiques. Plusieurs gouvernements prévoient de tirer parti des perspectives économiques favorables pour introduire des réformes fiscales visant à promouvoir la croissance et l'emploi, tout en gardant la maîtrise des dépenses afin de créer la marge de manœuvre nécessaire à de nouvelles réductions des déficits. Par conséquent, les baisses de déficit devraient être alimentées, en 2000, par une diminution des ratios de dépenses publiques/

PIB dans presque tous les États membres, principalement au travers d'économies dans la masse salariale de l'État et dans les transferts sociaux. Simultanément, les recettes publiques, exprimées en pourcentage du PIB, devraient reculer en 2000 à la suite des réformes programmées ou déjà mises en œuvre concernant la fiscalité et les cotisations de sécurité sociale. Les réformes fiscales ne devraient pas mettre en danger les objectifs budgétaires ou se traduire par des impulsions pro-cycliques.

À la fin de 1999 et au début 2000, les États membres participants ont, conformément au Pacte de stabilité et de croissance, transmis à la Commission européenne un programme de stabilité actualisé pour la période allant jusqu'en 2002-2003. En vertu du Pacte de stabilité et de croissance, les États membres s'engagent à respecter « l'objectif à moyen terme d'une position budgétaire proche de l'équilibre ou excédentaire ». Cet objectif « permettra aux États membres de faire face aux fluctuations cycliques normales de l'activité tout en maintenant le déficit public dans les limites de la valeur de référence de 3 % du PIB ». Lors de la définition d'objectifs à moyen terme, d'autres facteurs doivent également être pris en compte, notamment un éventuel recul des rentrées fiscales et des dépenses supplémentaires, le besoin d'assurer une baisse rapide des ratios d'endettement dans les pays où ils sont supérieurs à 60 % et la nécessité de prendre en charge, à l'avenir, les dépenses liées au vieillissement de la population.

En conformité avec l'actualisation des programmes de stabilité, les prévisions de croissance économique en 2000 et au cours des quelques années qui suivront sont au moins aussi favorables que celles retenues dans les programmes initiaux. Dans ce contexte, les gouvernements visent un nouvel assainissement, à moyen terme, des situations budgétaires des administrations publiques. Les progrès envisagés dans la réduction des ratios de déficit et de dette des administrations publiques varient d'un pays à l'autre, comme les situations budgétaires visées d'ici la fin de

la période considérée. Plusieurs gouvernements envisagent désormais des objectifs budgétaires un peu plus ambitieux que ceux prévus dans les programmes initiaux. La plupart des pays devraient dégager des déficits inférieurs à 0,5 %, voire des excédents budgétaires, et atteindre des taux d'endettement inférieurs à 60 % du PIB d'ici 2002 ou 2003. Dans le même temps, la plupart des gouvernements prévoient des baisses d'impôts. La Belgique et l'Italie afficheront encore des dettes publiques proches de 100 % du PIB.

Il convient de noter qu'à l'horizon de la planification budgétaire, toute recette supplémentaire de l'État résultant d'une croissance supérieure aux prévisions (dividende de croissance) devrait normalement être affectée à l'accélération des progrès sur la voie du rééquilibrage des finances publiques plutôt qu'à un allègement de la pression fiscale. Cela vaut en particulier pour les pays dont le ratio de déficit n'est pas assez éloigné de la barre des 3 % du PIB, pour ceux qui accusent encore un niveau élevé de dette publique et pour ceux dont l'économie est exposée à un risque de surchauffe.

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

Une nette amélioration de l'environnement macroéconomique international

Les conditions économiques et financières internationales se sont nettement améliorées depuis le ralentissement de 1998, la plupart des économies d'Asie touchées par la crise ayant enregistré un début de reprise dans le courant de 1999, et l'économie mondiale semble être en phase de redressement conjoncturel. L'ajustement dans certains des pays les plus touchés a été beaucoup plus satisfaisant que prévu. La confiance des marchés financiers est revenue dans la plupart des économies émergentes d'Asie, permettant un assouplissement des conditions monétaires et préparant la voie à une reprise économique. En même temps, une croissance plus forte qu'attendu dans certains pays industrialisés, en particulier aux États-Unis, a conduit à des évaluations beaucoup plus positives des perspectives internationales.

L'amélioration des perspectives économiques, dans le courant de 1999, a été en partie contrebalancée par une forte hausse des cours du pétrole par rapport aux niveaux très bas constatés à la fin de 1998 et au début de 1999, hausse qui a annulé l'un des facteurs qui avaient contribué à la faible inflation

enregistrée en 1998. Les cours du pétrole brut sont passés de 11,5 dollars le baril au premier trimestre de 1999 à 26 dollars en décembre 1999. Ces hausses de cours ont résulté à la fois d'une décision prise par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) de réduire les livraisons de pétrole et d'un raffermissement de la demande, surtout en provenance d'Asie. Cependant, l'incidence de cette forte hausse des cours du pétrole sur l'inflation mondiale a été en partie atténuée par les cours des autres matières premières, exprimés en dollar des États-Unis, qui, au total, n'ont guère varié pendant l'année et n'ont enregistré qu'un léger rebond au cours des deux derniers mois de 1999. Les cours du pétrole ont poursuivi leur hausse au début de 2000 et avaient atteint 31,9 dollars le baril au moment où s'achevait la rédaction de ce *Rapport*.

Aux États-Unis, la situation économique est restée marquée en 1999 par la forte croissance de la production et de la productivité, la diminution du chômage et de faibles tensions inflationnistes. La croissance du PIB en termes réels a été vigoureuse durant toute l'année, variant entre un faible taux trimestriel, corrigé des variations saisonnières, de 0,5 % au deuxième trimestre de 1999 et un pic de 1,7 % au quatrième

trimestre. Par conséquent, l'économie a enregistré, pour la troisième année de suite, un taux de croissance global de 4 % environ en 1999. La fermeté de la demande intérieure, en particulier des dépenses de consommation privée et des investissements fixes des entreprises, a continué à déterminer l'expansion économique, alors que la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB est restée fortement négative. Les exportations américaines ont été malmenées au premier semestre de l'année, mais se sont nettement améliorées au second, sous l'effet de la reprise rapide de la croissance économique mondiale. Néanmoins, les importations ont progressé plus rapidement que les exportations tout au long de 1999, entraînant une nouvelle aggravation du déficit commercial américain. Ce dernier, conjugué avec la détérioration persistante de la balance des revenus d'investissements des États-Unis, a entraîné un déficit des transactions courantes estimé à 3,6 % du PIB en 1999. Sous l'effet de plusieurs années de forte croissance, le taux de chômage a continué de baisser, pour s'établir à 4,1 %, niveau qui n'avait plus été observé depuis la fin des années soixante. Malgré un marché du travail tendu, les pressions inflationnistes sont restées modérées à la suite de gains importants de productivité et d'une concurrence accrue sur les marchés des produits. La hausse des prix à la consommation a progressé, pour atteindre 2,2 % en 1999, contre 1,6 % en 1998, tandis que l'inflation sous-jacente – qui exclut les composantes volatiles alimentaires et énergétiques – s'est établie à 2,1 % en moyenne, au lieu de 2,3 % en 1998. Afin de contrecarrer les risques inflationnistes croissants, mis en évidence par les tensions de plus en plus vives sur le marché du travail et une demande globale excédentaire, le Système fédéral de réserve des États-Unis a resserré la politique monétaire, à partir de l'été, en portant progressivement son taux cible des fonds fédéraux de 4,75 % à 5,5 % à la fin de 1999, annulant ainsi la réduction de taux de l'automne 1998.

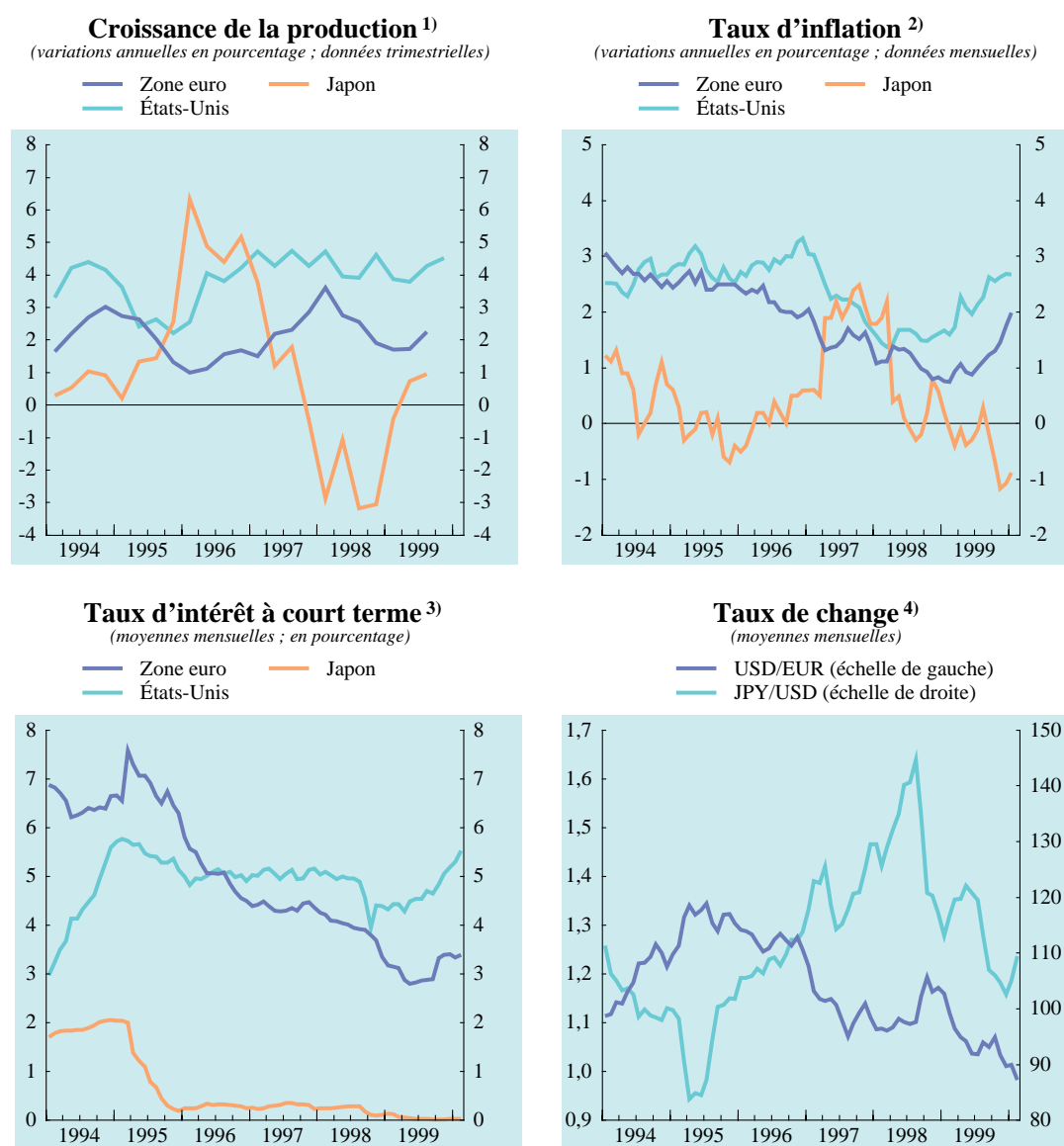
Au Japon, les conditions économiques se sont améliorées au premier semestre de 1999, mais se sont de nouveau détériorées au second, indiquant qu'aucune reprise autonome n'était encore intervenue. À la suite de la mise en œuvre de mesures de relance budgétaire représentant quelque 10 % du PIB en 1998, l'investissement public ainsi que la consommation privée et des investissements en logements ont enregistré une croissance positive au premier semestre de 1999, alors que l'investissement fixe des entreprises continuait de se réduire, poursuivant une tendance qui avait commencé en 1998. Cependant, au troisième trimestre de 1999, tandis que s'estompait l'effet des mesures de relance budgétaire, la croissance de l'investissement public a subi une forte correction à la baisse qui est allée de pair avec un recul de la consommation et de l'investissement privé. Les exportations nettes ont apporté une contribution légèrement négative à la croissance du PIB, mais les exportations se sont améliorées durant toute l'année, malgré l'appréciation du yen en termes réels de quelque 25 %. Entre-temps, la faiblesse de l'activité économique s'est reflétée dans une baisse persistante des prix, telle que mesurée à la fois par l'indice des prix à la consommation (IPC) et l'indice des prix de gros (IPG), qui, en 1999, ont diminué en moyenne d'environ 0,2 % et 3,6 % respectivement, bien qu'ils se soient tous deux stabilisés au cours des tout derniers mois de 1999. En 1999, la politique monétaire a continué de soutenir l'activité économique, la Banque du Japon ramenant son objectif opérationnel (le taux cible au jour le jour non garanti) à un niveau proche de zéro. En fin d'année, le gouvernement japonais a approuvé un programme de relance budgétaire supplémentaire d'un montant voisin de 18 000 milliards de yen (3,6 % du PIB), la reprise de la consommation privée restant faible et l'investissement des entreprises continuant de fléchir.

Les autres économies d'Asie ont connu en 1999 une reprise remarquable et plus forte que prévu, après la crise économique et financière grave qui avait touché la région

l'année précédente. Les économies de Corée du Sud, de Malaisie, de Singapour et de Thaïlande ont toutes atteint de forts taux de croissance en termes réels en 1999, la croissance étant entraînée dans un premier temps par les exportations nettes et, ensuite, par une forte reprise de la demande

intérieure. Dans ces pays, l'évolution des marchés financiers s'est graduellement améliorée au cours de 1999. À Hong Kong (zone administrative spéciale) et en Indonésie, toutefois, la croissance est à peine redevenue positive. La Chine a continué de résister aux effets de la crise asiatique. Tandis

Graphique I 3 Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées



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

- 1) Les données relatives à la zone euro sont celles d'Eurostat ; pour les États-Unis et le Japon, les données nationales sont utilisées.
- 2) Jusqu'en 1995 les chiffres relatifs à la zone euro sont des estimations réalisées à partir des indices nationaux des prix à la consommation. Après 1995, les données de l'IPCH sont utilisées.
- 3) Les données relatives à la zone euro ont été calculées par la BCE ; il s'agit de moyennes des taux interbancaires nationaux à trois mois. À compter de 1999 les taux Euribor à trois mois sont utilisés.
- 4) Jusqu'en 1999, la courbe USD/EUR présente des données relatives au taux de change USD/ECU.

que d'importantes réformes structurelles étaient en cours, la croissance en termes réels n'a diminué que légèrement, pour revenir à 7,2 %.

Au cours de l'année 1999, les économies en transition ont été confrontées au contrecoup de la crise russe sur la confiance des investisseurs. Cependant, après un net ralentissement de l'activité économique au premier trimestre de 1999, les perspectives économiques globales se sont rapidement améliorées en République tchèque, en Hongrie et en Pologne. En Russie, l'économie a continué d'être affectée par les incertitudes de la situation politique et la faiblesse des données économiques fondamentales, bien que certains signes positifs aient été observés dans l'économie réelle, entre autres une reprise de la production industrielle. À la suite de ces évolutions, le PIB réel aurait progressé à un taux de 3 % environ, soit nettement plus que prévu initialement, après une diminution de près de 5 % en 1998. Dans d'autres économies en transition, en particulier dans les pays baltes, une forte décélération de la croissance a été enregistrée, la crise russe ayant eu un effet plus marqué que prévu. La situation politique et économique en Roumanie est restée préoccupante, les baisses du PIB totalisant environ 16 % depuis 1997.

À la fin de 1999, les perspectives économiques en Amérique latine étaient meilleures en termes de croissance et de stabilité financière. L'année avait pourtant commencé sous de mauvais auspices, la plupart des pays de la région étant en récession à la suite de la crise russe de 1998. La monnaie brésilienne a commencé à subir d'intenses pressions et son flottement a été décidé, en janvier 1999. En fin de compte, la récession au Brésil a été moins grave qu'on ne l'avait craint et les effets de contagion de la crise brésilienne ont été limités. Vers la fin de l'année, la région dans son ensemble était en train de sortir de la récession, mais la reprise reste fragile dans un certain nombre de pays, en raison de la lenteur des progrès en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles.

L'affaiblissement de l'euro en 1999

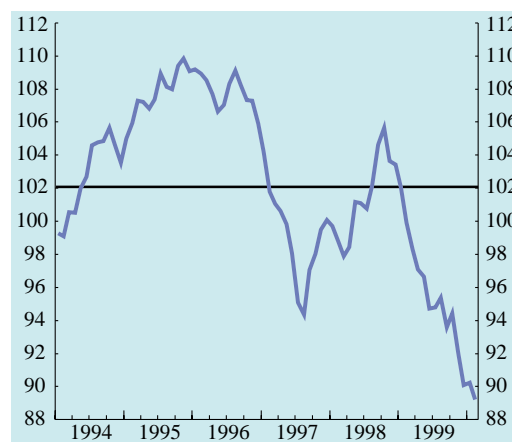
Le taux de change de l'euro a baissé par rapport aux monnaies de la plupart des partenaires commerciaux de la zone euro en 1999, en particulier vis-à-vis des principales monnaies telles que le dollar, le yen et la livre sterling. En termes effectifs nominaux, pondérés vis-à-vis des monnaies des principaux partenaires commerciaux de la zone euro, l'euro s'est affaibli de quelque 8 % entre les premier et quatrième trimestres de 1999, et le niveau moyen de l'indice de taux de change effectif nominal en 1999 a été de quelque 6 % moins élevé que le niveau de 1998 (cf. graphique I4). La dépréciation de l'euro s'est poursuivie au début de 2000 et le niveau moyen de l'indice du taux de change effectif nominal en janvier et février 2000 était inférieur de 2,6 % à celui du quatrième trimestre 1999 et de 10,3 % à celui du premier trimestre 1999.

Durant tout le premier semestre de l'année, l'euro s'est déprécié de 12 % environ par rapport au dollar des États-Unis. Les facteurs les plus importants ayant contribué à la fermeté du dollar ont été les modifications

Graphique I4

Taux de change effectif nominal¹⁾

(moyennes mensuelles ; indice TI 1999 = 100)



Source : BCE

1) Les données sont calculées par la BCE (cf. encadré 5 du Bulletin mensuel d'octobre). Une hausse de l'indice correspond à une appréciation de l'euro. La ligne horizontale représente la moyenne calculée pour la période sous revue (de janvier 1994 à janvier 2000).

des perspectives conjoncturelles respectives des États-Unis et de la zone euro ainsi que les résultats meilleurs que prévu de l'économie américaine après la crise financière mondiale du second semestre de 1998. Un tournant a eu lieu à la mi-juillet, lorsque les résultats positifs d'indicateurs économiques de la zone euro ont suscité une reprise de l'euro, qui a été encore alimentée par les prévisions d'un ralentissement économique aux États-Unis et les risques de corrections plus importantes sur les marchés boursiers américains. Cependant, les données publiées ultérieurement ont réduit ces craintes, les chiffres montrant la persistance d'une croissance ferme et de tensions inflationnistes modérées dans l'économie américaine. À la fin de 1999, l'euro était coté 1,005 dollar. Le profil des résultats économiques relatifs et les évolutions des taux de change qui en découlent se sont maintenus jusqu'au début de 2000 quand l'euro a poursuivi son recul par rapport au dollar des États-Unis. Le 7 mars 2000 le cours de l'euro contre dollar s'établissait à 0,959.

Parmi les principales monnaies, le yen a enregistré l'appréciation la plus importante en 1999, mais sa volatilité a été élevée. Du début à la fin de 1999, le yen a progressé de 30 % par rapport à l'euro et de 11 % vis-à-vis du dollar. Ce raffermissement s'est produit essentiellement dans un contexte d'importants excédents des transactions courantes et a coïncidé avec une inflexion de l'évolution économique, celle-ci commençant à enregistrer une croissance légèrement plus positive, après la récession relativement profonde de 1998. Parallèlement à cette amélioration de la croissance, les taux d'intérêt nominaux à long terme au Japon sont remontés par rapport aux bas niveaux, moins de 1 %, qu'ils avaient atteints au second semestre de 1998, pour s'établir aux alentours de 1,8 % à la fin de l'année. À la fin de 1999, l'euro valait 102,73 yen. Le yen est demeuré relativement instable au début de 2000 et n'a pas dégagé de tendance globale forte. Le 7 mars 2000 l'euro se traitait à 103,00 yen.

La diminution de l'excédent des transactions courantes

L'excédent des transactions courantes de la zone euro a diminué légèrement, revenant de 1 % environ du PIB (60,3 milliards d'écus) en 1998, à quelque 0,75 % du PIB (43,2 milliards d'euros) en 1999. Ce repli est imputable au recul de l'excédent au titre des échanges de biens qui, lui-même, résulte essentiellement d'une forte hausse des importations en valeur en cours d'année, celle-ci étant attribuable au renchérissement des importations, en particulier dans le cas de l'énergie (cf. encadré 5) associée à un faible niveau des exportations en valeur au premier semestre 1999 et, dans une moindre mesure, à la détérioration de la balance des échanges de services. En revanche, les transferts courants et les comptes de revenus ont enregistré des déficits moins élevés en 1999.

Pour l'année 1999 considérée dans son ensemble, l'excédent au titre des échanges de biens de la zone euro est revenu à 99,9 milliards d'euros, alors qu'il avait atteint 118,8 milliards d'écus en 1998. Au cours du second semestre de l'année dernière, toutefois, les exportations exprimées en valeur ont commencé à afficher une croissance tendancielle plus vigoureuse, reflétant à la fois une hausse de la demande extérieure et des améliorations de la compétitivité-prix. Malgré l'augmentation des ventes à l'étranger en cours d'année, les importations exprimées en valeur ont continué de croître plus rapidement que les exportations, ce qui semble être lié aux prix plus élevés des importations dus en partie au renchérissement des cours du pétrole et à l'affaiblissement de l'euro, ainsi qu'à des signes d'activité accrue dans la zone euro au cours six derniers mois de 1999.

Le solde des services s'est également détérioré par rapport à 1998, atteignant un déficit de 6,6 milliards d'euros à la fin de 1999. Une augmentation des paiements, conjuguée avec une croissance quasi nulle des recettes, explique l'accroissement du déficit au titre des services. En revanche, les déficits

Encadré 5

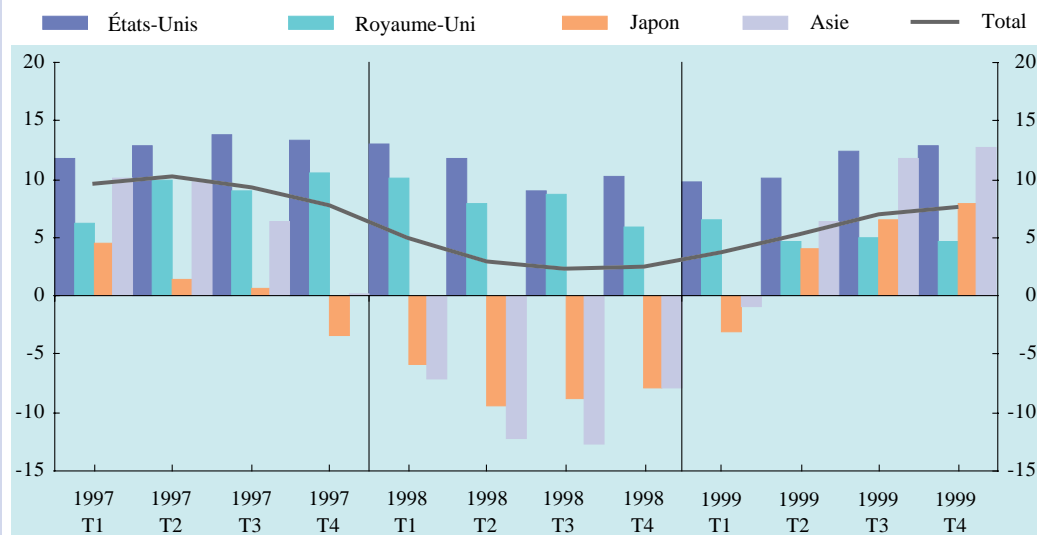
La diminution de l'excédent au titre des échanges de biens de la zone euro en 1999

Le recul de l'excédent des échanges de biens en 1999 s'explique en partie par le bas niveau de la valeur des exportations au premier semestre de l'année, à la suite essentiellement des effets de report résultant de la faiblesse de la demande étrangère en 1998. Bien que la valeur des exportations soit remontée ensuite, parallèlement au raffermissement de la demande extérieure, celle des importations a progressé plus rapidement encore tout au long de l'année, principalement en raison de la hausse des prix des importations et du redressement de l'activité dans la zone euro.

La reprise de la demande extérieure, définie comme la moyenne pondérée des volumes d'importations des principaux marchés exportateurs de la zone euro, est présentée dans le graphique ci-dessous¹. La nette baisse de la demande au Japon et dans le reste de l'Asie ainsi que le ralentissement de la croissance des importations au Royaume-Uni, expliquent en partie le recul des exportations en valeur en 1998 et au début de 1999. De même, la reprise de la demande en Asie ainsi que la persistance d'une croissance vigoureuse des importations aux États-Unis correspondent au redressement des exportations en 1999. Alors que le Royaume-Uni constitue le plus grand marché, entrant pour quelque 19,3 % dans les exportations de la zone euro, les pays asiatiques, y compris le Japon, représentent 18,3 %, suivis par les États-Unis (14 %) et les économies en transition de l'Europe de l'Est (13,5 %).

Importations en volume des principaux marchés à l'exportation de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



En ce qui concerne les importations, le maintien à un niveau élevé du volume de celles-ci – combiné à la forte hausse des prix des importations depuis le début de 1999, due en grande partie au net renchérissement des cours du pétrole ainsi qu'à la baisse de l'euro – a contribué considérablement à la croissance des importations en valeur en 1999. Cependant, la hausse en valeur des importations peut également être attribuée en partie aux

¹ La demande extérieure totale est obtenue par approximation en calculant la moyenne pondérée des volumes d'importations des principaux marchés d'exportation de la zone euro (c'est-à-dire les pondérations des marchés multipliées par les taux de croissance respectifs des volumes d'importations). Les pondérations respectives sont : États-Unis 14 %, Japon 3,6 %, Royaume-Uni 19,3 %, Suisse 6,4 %, autres pays développés 14,9 %, Asie hors Japon 14,7 %, économies en transition 13,5 %, Amérique latine 4,4 %, reste du monde 9,2 %.

importations de biens manufacturés, qui ont augmenté de 7 % en 1999². Les importations de biens d'équipement et de véhicules ont augmenté à un rythme particulièrement rapide, progressant de 11 % environ en 1999, ce qui correspond à un accroissement de l'activité dans la zone euro au second semestre de 1999. Concernant les pays fournisseurs, les importations de biens en provenance de Chine et de Hongrie ont enregistré les croissances en valeur les plus fortes en 1999, atteignant des hausses annuelles de quelque 16 % et 19 % respectivement.

² Les données relatives aux importations, ventilées par marchandises ou par pays, comparent la période allant de janvier à novembre 1999 avec la période correspondante de 1998 (source : Eurostat). Ces données sont fondées sur les statistiques d'Eurostat sur le commerce extérieur et ne sont pas entièrement comparables avec les données de la BCE en matière de balance des paiements.

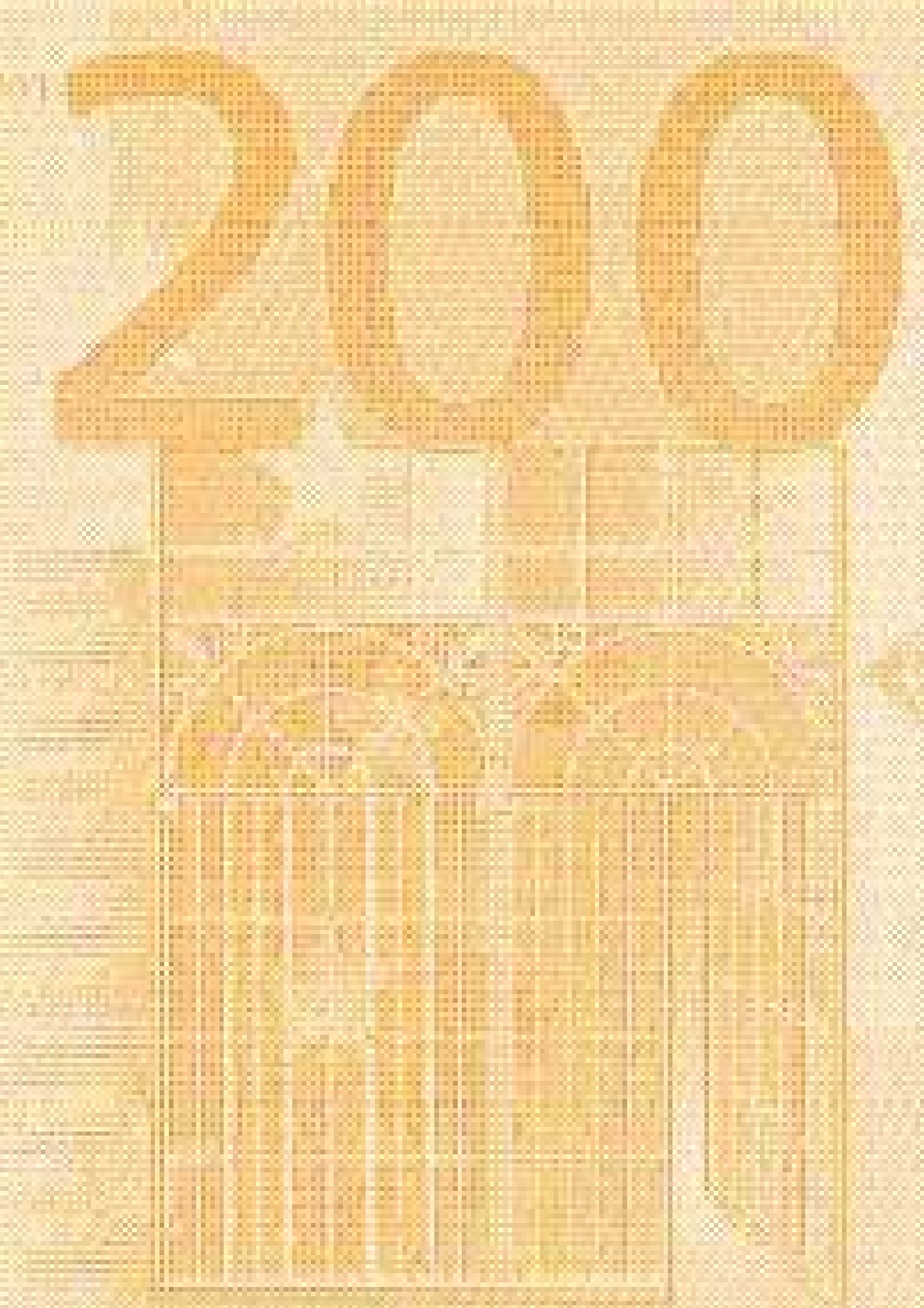
enregistrés au titre des transferts courants et des revenus ont régressé en 1999, diminuant de 3,0 milliards d'euros et 4,6 milliards, respectivement. L'amélioration du solde des revenus est principalement le résultat d'une diminution des paiements de revenus d'investissements en 1999 par rapport aux niveaux très élevés de 1998.

Les résidents de la zone euro ont accru leurs investissements directs à l'étranger, alors que les sorties au titre des investissements de portefeuille ont diminué

En 1999, les sorties nettes au titre des investissements directs et de portefeuille ont atteint 168,5 milliards d'euros, contre 187,9 milliards d'écus l'année précédente. Les sorties nettes au titre des investissements directs ont été le principal déterminant des sorties de capitaux de la zone euro. Ces dernières sont passées de 102,6 milliards d'écus en 1998 à 147,2 milliards d'euros en 1999 ; en particulier, les résidents de la zone euro ont investi davantage à l'étranger (212,5 milliards d'euros en 1999, contre 183 milliards d'écus en 1998). Parallèlement, les investissements directs étrangers dans la

zone euro sont restés modérés (65,2 milliards d'euros, contre 80,4 milliards d'écus en 1998).

L'augmentation des sorties nettes au titre des investissements directs contraste avec la diminution de 64,0 milliards d'euros des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille (qui sont revenues à 21,3 milliards) en 1999, par rapport à 1998. Cette évolution est attribuable aux mouvements portant sur les titres de créance, qui s'étaient traduits par des sorties nettes (84,8 milliards d'écus) en 1998, auxquelles ont succédé des entrées nettes (34,8 milliards d'euros) en 1999. Tant la baisse des investissements à l'étranger effectués par les résidents de la zone euro que la demande accrue des investisseurs non résidents en titres de dette de la zone euro, qui a concerné en particulier les instruments du marché monétaire, expliquent ce retournement. D'autre part, les sorties nettes au titre des transactions sur actions sont passées de 0,4 milliard d'écus en 1998 à 56,1 milliards d'euros, principalement à la suite d'une augmentation des achats d'actions étrangères (qui sont passés de 98,7 milliards d'écus en 1998 à 150,0 milliards d'euros) par les résidents de la zone euro.



Chapitre II

Les opérations de banques centrales

I La mise en œuvre de la politique monétaire

I.1 La gestion de la liquidité

Le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème comprend une large gamme d'instruments dont le choix répond à la nécessité de respecter les principes d'orientation sur le marché, d'efficacité opérationnelle (c'est-à-dire la capacité d'atteindre de façon efficace les objectifs de l'Eurosystème), d'égalité de traitement, de simplicité, de transparence et d'efficacité sur le plan des coûts. En outre, si elles sont prises par les organes directeurs de la BCE, les décisions importantes sont mises en œuvre de façon décentralisée par les onze BCN de l'Eurosystème. La variété des instruments disponibles est telle que les organes directeurs de la BCE sont en mesure d'y recourir en utilisant la combinaison jugée la plus adaptée aux circonstances. Dans l'ensemble, durant la première année de la mise en œuvre de la politique monétaire unique, le cadre opérationnel de l'Eurosystème a fonctionné sans problème.

Un élément du cadre opérationnel de l'Eurosystème est le système de réserves obligatoires, qui impose aux établissements de crédit de détenir des soldes de liquidité auprès des BCN de l'Eurosystème d'un montant équivalent à 2 % de leur assiette de réserve, c'est-à-dire une gamme d'exigibilités à court terme. Le fait que les réserves ne doivent être constituées, en moyenne, que sur des « périodes de constitution » d'un mois produit un effet de lissage significatif sur la demande de réserves des établissements de crédit et donc sur le comportement des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire. Ce facteur a permis à l'Eurosystème de conduire avec efficacité la politique monétaire en n'ayant recours, durant la première année de mise en œuvre de la politique monétaire unique, qu'à un nombre limité d'instruments parmi ceux qui sont à sa disposition.

Dans sa gestion de la liquidité, la BCE se concentre sur le marché interbancaire des réserves, c'est-à-dire les dépôts sur les

comptes courants que les établissements de crédit de la zone euro détiennent auprès des BCN de l'Eurosystème. L'offre des réserves de l'espèce est déterminée par l'effet net de la liquidité fournie au travers des opérations de politique monétaire et la liquidité absorbée ou injectée par les « facteurs autonomes » (c'est-à-dire les postes du bilan de l'Eurosystème dont le montant ne dépend pas des opérations de politique monétaire de la banque centrale, tels que les billets de banque en circulation, les dépôts des administrations publiques et les réserves nettes de change). La demande de réserves est déterminée par la nécessité des établissements de crédit de constituer des réserves obligatoires et par une autre demande limitée d'« excédent » de réserves. Le prix de marché des réserves est le taux interbancaire à court terme, même si l'échéance à 24 heures joue un rôle dominant en termes de volume et représente souvent un point de référence étant donné qu'il s'agit de l'échéance pertinente la plus courte et par conséquent du point de départ de la courbe de rendement. Le taux de référence largement utilisé pour les dépôts à vue en euros, le taux Eonia (taux moyen au jour le jour de l'euro) est un taux effectif correspondant à la moyenne pondérée des opérations de prêt en blanc au jour le jour communiqué par un panel de 57 banques participant au marché interbancaire.

La gestion de la liquidité des établissements de crédit de la zone euro est guidée par leur objectif de réduire au minimum les coûts de détention des réserves obligatoires sur la période de constitution. Les coûts supportés par les établissements de crédit pour la détention de réserves sur un jour donné peut se mesurer par la différence entre le taux interbancaire au jour le jour et le taux d'intérêt auquel sont rémunérées les réserves obligatoires (taux des opérations principales de refinancement) le même jour. Par conséquent, les établissements de crédit s'attacheront à constituer un excédent de réserves si la différence est faible par rapport aux différences futures anticipées sur la

même période de constitution, et vice versa. Ce comportement tend à stabiliser les taux de marché à mesure que, afin d'assurer l'équilibre sur le marché, les taux au jour le jour auront tendance à s'aligner sur les taux au jour le jour anticipés durant la période de constitution. Les taux interbancaires seront par conséquent déterminés par les conditions de liquidité, passées, actuelles et futures prévues durant la période de constitution. En outre, le taux interbancaire au jour le jour est influencé par les anticipations de marché relatives aux modifications futures du taux des opérations principales de refinancement par la BCE. Par conséquent, la BCE agit sur le taux interbancaire au jour le jour non seulement par le biais de ses décisions effectives, mais également au travers des anticipations qu'elle suscite en ce qui concerne son taux d'intérêt et sa politique d'adjudication dans ses opérations d'open market.

La quantité de réserves disponibles pour les établissements de crédit n'est pas seulement conditionnée par les opérations de politique monétaire mais également par des fluctuations d'autres postes du bilan de l'Eurosystème, à savoir les facteurs autonomes. L'incidence des facteurs autonomes sur la liquidité est parfois considérable : des variations quotidiennes des facteurs autonomes de l'ordre de 10 milliards d'euros sont relativement fréquentes. Dans le cas de l'Eurosystème, ce sont les dépôts des administrations publiques auprès des BCN qui constituent le facteur autonome le plus volatile. La volatilité des variations quotidiennes (mesurées par son écart-type) a représenté plus de 5 milliards d'euros contre 1 milliard d'euros environ pour les billets de banque. En 1999, les réserves obligatoires des établissements de crédit de la zone euro ont fluctué au total entre 98,2 milliards d'euros (durant la première période de constitution) et 105 milliards d'euros (durant la période de constitution ayant pris fin le 23 décembre). Les avoirs de réserve des banques se sont situés entre 63,0 milliards et 126,4 milliards d'euros au cours de l'année sans produire de tensions significatives sur les taux de marché du moment, montrant par-là que les volants

de liquidités fournis par le système n'ont jamais été épuisés.

1.2 Les opérations principales de refinancement

Les opérations principales de refinancement sont les opérations d'open market les plus importantes effectuées par l'Eurosystème ; elles jouent un rôle-clé en assurant le pilotage de la liquidité bancaire et en signalant l'orientation de la politique monétaire. Fournissant l'essentiel des liquidités au secteur financier, elles consistent en des prises en pension destinées à fournir des liquidités sur une base régulière, exécutées sous forme d'appels d'offres, ayant une fréquence hebdomadaire et une échéance de deux semaines. En 1999, l'Eurosystème a effectué au total 52 opérations principales de refinancement. Les volumes alloués ont varié entre 39 milliards et 102 milliards d'euros, la moyenne s'élevant à 69 milliards d'euros.

Le cadre opérationnel de l'Eurosystème offre la possibilité d'effectuer des appels d'offres à taux fixe ou à taux variable. La BCE n'a jusqu'à présent eu recours qu'aux appels d'offres à taux fixe lors de ses opérations principales de refinancement. Les appels d'offres à taux fixe sont effectués de manière à permettre à la BCE de signaler clairement l'orientation de la politique monétaire et d'allouer le montant de liquidités qu'elle considère nécessaire compte tenu des flux anticipés des facteurs autonomes. Lors des opérations principales de refinancement effectuées sous forme d'appels d'offres à taux fixe, le taux d'intérêt de l'opération est préannoncé. Les contreparties soumettent leurs offres au taux préannoncé. La BCE rapproche alors les soumissions de ses propres estimations des besoins de liquidités du secteur bancaire, qui sont essentiellement déterminées par les réserves obligatoires et les prévisions relatives aux facteurs autonomes. Si les soumissions sont plus élevées que les besoins de liquidités prévus, comme c'est généralement le cas, la BCE fixe normalement le pourcentage à servir en deçà de 100 %.

Le montant moyen des soumissions présentées lors des opérations principales de refinancement effectuées en 1999 s'est élevé à 954 milliards d'euros et le montant moyen alloué a atteint 69 milliards. Le « pourcentage servi » (c'est-à-dire la moyenne des pourcentages de liquidité effectivement allouée par la BCE par rapport au montant total des différents appels d'offres) est ressorti à 10,8 %. Le plus faible montant de soumissions, 67,4 milliards d'euros, a été enregistré le 6 avril 1999, dans un contexte de fortes anticipations de réduction du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement durant la période de constitution concernée. Toutes les soumissions ont été satisfaites par la BCE ce jour-là, le pourcentage servi étant égal à 100 %. Les soumissions les plus élevées, 2 344 milliards d'euros, ont été enregistrées le 2 novembre 1999, dans un contexte de fortes anticipations d'un relèvement du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement durant la même période de constitution. Le volume alloué retenu portant sur 66 milliards d'euros a fait apparaître un pourcentage servi de 2,82 %, soit le pourcentage le plus faible. Alors que le montant moyen des soumissions avait augmenté au cours des trois premiers trimestres de l'année (les montants moyens du total des soumissions au cours des trois premiers trimestres de l'année se sont élevés à 674 milliards, 763 milliards et 1 274 milliards d'euros respectivement), il a reculé légèrement au quatrième trimestre à un volume total moyen de 1 104 milliards d'euros.

L'évolution du volume des soumissions peut s'expliquer par les anticipations des établissements de crédit concernant le coût relatif de la collecte des fonds sur le marché interbancaire par rapport au taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Une situation d'équilibre entre le coût anticipé du refinancement auprès de la banque centrale et le coût anticipé de l'obtention de fonds par le biais du marché interbancaire (incluant une prime résultant de la plus grande incertitude du financement sur

ce marché) doit être réalisée pour empêcher toute hausse sensible ou raréfaction des soumissions des banques. Les banques centrales contrôlent le taux au jour le jour moyen en déterminant la quantité de réserves des banques. Généralement (c'est-à-dire en l'absence de fortes anticipations de modification des taux d'intérêt), elles disposent ainsi des moyens d'assurer la réalisation de cet équilibre pour les taux d'appels d'offres au sein du corridor défini par les facilités permanentes.

La BCE a en général orienté ses décisions d'adjudication de manière à assurer un taux interbancaire au jour le jour moyen proche du taux d'appels d'offres. Il est résulté de cette politique que, en moyenne sur 1999, le taux Eonia a été supérieur de deux points de base au taux des opérations principales de refinancement. En outre, la volatilité du taux Eonia a été faible tout au long de l'année, même si elle a été plus élevée à la fin des périodes de constitution des réserves obligatoires.

1.3 Les opérations de refinancement à plus long terme

Outre les opérations principales de refinancement, l'Eurosystème effectue aussi des opérations de refinancement à plus long terme sous forme de prises en pension destinées à allouer de la liquidité sur une base régulière, effectuées sous forme d'appels d'offres normaux ayant une fréquence mensuelle et une échéance de trois mois. Elles ne fournissent qu'une partie limitée du volume global de refinancement et ne sont pas, en principe, destinées à gérer la situation de la liquidité, ni à émettre des signaux à l'intention du marché ou à guider les taux d'intérêt de marché. Afin que l'Eurosystème retienne les taux de soumission, les opérations de refinancement à plus long terme sont généralement effectuées par le biais d'une adjudication à taux variable d'un montant préannoncé. Cela a été effectivement le cas des quatorze opérations de refinancement à plus long terme réalisées

en 1999. Les montants d'adjudication ont été préannoncés par voie de communiqués de presse pour des périodes assez longues et ont été confirmés dans les annonces d'appels d'offres un jour avant la décision d'adjudication. Alors que les onze premières opérations de refinancement à plus long terme en 1999 ont porté sur un volume de 15 milliards d'euros, les trois dernières ont atteint 25 milliards d'euros, contribuant ainsi à un passage sans heurt à l'an 2000. Dans l'année en moyenne, un volume de liquidité de 49 milliards d'euros a été fourni par le biais de ce type d'opération et 316 contreparties ont soumis des offres.

Les trois premières opérations de refinancement à plus long terme de l'année ont revêtu un caractère particulier dans la mesure où elles ont été effectuées en parallèle le 14 janvier, deux d'entre elles ayant été assorties d'une échéance raccourcie (de 42 et 70 jours respectivement) afin de permettre le lancement progressif et sans retard de trois opérations de refinancement à plus long terme. Alors que les quatre premières opérations de refinancement à plus long terme ont été effectuées sous forme d'adjudication à taux unique (adjudication à la hollandaise), toutes les opérations de refinancement à plus long terme l'ont été à compter de mars sous celle d'adjudication à taux multiple (adjudication à l'américaine) afin de les orienter vers les pratiques habituelles de marché.

Pour toutes les opérations effectuées entre mars et septembre, les taux moyens pondérés des opérations de refinancement à plus long terme effectuées par le canal d'une adjudication à taux multiple ont été inférieures d'un point de base au taux marginal, reflétant une dispersion faible et stable des anticipations. La situation a été différente lors des opérations de refinancement à plus long terme réglées le 28 octobre lorsque le taux marginal était inférieur de 23 points de base au taux moyen pondéré, reflétant des anticipations hétérogènes mais croissantes d'une hausse du taux des opérations principales de

refinancement ainsi que des préférences hétérogènes suscitées par l'arrivée à échéance de l'opération après le passage à l'an 2000. Lors des opérations effectuées les 24 novembre et 22 décembre respectivement, la situation s'est normalisée en partie, l'écart entre le taux marginal et les taux pondérés étant revenu de 9 points de base à 3 points de base respectivement.

1.4 Les autres opérations d'open market

Outre les deux opérations régulières de prises en pension, le cadre opérationnel de l'Eurosystème permet occasionnellement le recours à des opérations de *réglage fin* et à des opérations *structurelles*. Ces interventions peuvent aussi être effectuées sous forme d'opérations de cession temporaire, mais l'Eurosystème dispose d'une large gamme d'autres moyens pour mettre en œuvre de telles opérations sur une base non régulière, notamment des opérations ferme, des swaps de change, via l'émission de certificats de dette et sous forme de reprise de liquidités en blanc. Les instruments et procédures afférents à la conduite d'opérations de réglage fin peuvent être adaptés aux types de transaction et aux objectifs spécifiques poursuivis.

En 1999, l'Eurosystème n'a pas effectué d'opérations structurelles ni de réglage fin, mais a recouru uniquement aux opérations principales de refinancement et de refinancement à plus long terme ainsi qu'aux facilités permanentes, bénéficiant du mécanisme de constitution en moyenne inhérent au système de réserves obligatoires. Au début de l'année 2000, des conditions exceptionnelles de marché ont amené l'Eurosystème à effectuer une opération de réglage fin de retrait de liquidité. Il a collecté des dépôts à une semaine d'un montant de 14,2 milliards d'euros par voie d'appel d'offres rapide à taux variable afin de retirer l'excédent de liquidité accumulé fin 1999 ayant résulté des événements liés au passage de l'an 2000.

1.5 Les facilités permanentes

Les facilités permanentes visent à fournir et à retirer de la liquidité au jour le jour à l'initiative des établissements de crédit, à donner des indications quant à l'orientation générale de la politique monétaire et à déterminer une limite supérieure et inférieure pour les taux d'intérêt au jour le jour. La facilité de prêt marginal peut être utilisée pour obtenir de la liquidité à 24 heures de l'Eurosystème contre des garanties éligibles. Le taux d'intérêt appliqué à la facilité de prêt marginal constitue normalement un plafond pour le taux du marché au jour le jour.

La facilité de dépôt peut être utilisée pour constituer des dépôts excédentaires à 24 heures auprès de l'Eurosystème. Le taux d'intérêt appliqué à la facilité de dépôt constitue normalement un plancher pour le taux du marché au jour le jour. Par conséquent, les deux facilités déterminent un corridor pour le taux de marché au jour le jour. En 1999, la largeur de ce corridor a été comprise entre 50 points de base (entre le 4 et le 21 janvier pour faciliter l'adaptation des établissements de crédit au nouveau dispositif) et 250 points entre le 22 janvier et le 8 avril. La largeur du corridor a été de 200 points de base à compter du 9 avril jusqu'à la fin de l'année.

Pendant l'année, le recours journalier à la facilité de prêt marginal et aux facilités permanentes s'est élevé, en moyenne, à 0,1 et 0,8 milliard d'euros respectivement. Toutefois, une utilisation particulièrement importante des facilités permanentes a été enregistrée en janvier 1999, avec une moyenne de 6,0 milliards d'euros pour la facilité de prêt marginal et de 2,0 milliards d'euros pour la facilité de dépôt. L'importance du recours aux facilités permanentes a été due notamment au fait que leur coût a été maintenu à un niveau très bas jusqu'au 21 janvier, mais elle a aussi semblé indiquer que le marché interbancaire devait encore s'adapter au nouvel environnement.

S'il n'y pas eu, sauf au tout début de l'année, d'important recours simultané aux deux facilités permanentes sur une seule journée, situation qui pourrait être interprétée comme indiquant le manque de perfection du marché interbancaire, une importante utilisation des facilités indique normalement un déséquilibre global de liquidité. De tels déséquilibres se produisent généralement à la fin des périodes de constitution lorsque le mécanisme de constitution en moyenne des réserves obligatoires ne peut plus, par définition, fonctionner. L'utilisation moyenne de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt le dernier jour des onze périodes de constitution de 1999 a atteint 3,6 milliards et 6,8 milliards d'euros respectivement. Toutefois, à la fin de toute période de constitution donnée, lorsqu'un important recours à l'une des facilités permanentes a eu lieu, l'autre a été rarement utilisée, indiquant que le marché interbancaire parvenait bien à allouer des fonds même les derniers jours des périodes de constitution. En outre, même le recours considérable aux facilités permanentes à la fin des périodes de constitution et la forte volatilité des taux interbancaires au jour le jour n'ont généralement pas eu d'incidence durable sur les taux à long terme du marché monétaire, ne créant par conséquent aucune incertitude en ce qui concerne l'orientation de la politique monétaire.

1.6 Le système de réserves obligatoires

En 1999, les deux principales fonctions du système de réserves obligatoires, à savoir la stabilisation des taux d'intérêt sur le marché monétaire et l'accentuation du besoin structurel de refinancement du système bancaire, ont été remplies avec succès. L'effet de lissage précité du système de réserves obligatoires sur le taux Eonia est essentiellement associé au rôle de stabilisation joué par le mécanisme de constitution en moyenne des réserves obligatoires. En ce qui concerne la fonction d'accentuation, les niveaux des réserves à constituer ont représenté généralement plus

de 50 % de l'ensemble des besoins de refinancement du système bancaire (c'est-à-dire le total de l'encours des opérations régulières d'open market). En outre, la rémunération des réserves obligatoires au niveau du taux principal de refinancement de l'Eurosystème a permis que le système n'impose pas de coûts importants aux banques.

Étant donné le bon fonctionnement du système de réserves obligatoires, ses principales caractéristiques (à savoir le mécanisme de constitution en moyenne des réserves obligatoires, la durée de la période de constitution et la rémunération des réserves obligatoires) n'ont pas été modifiées en 1999. De même, aucun changement n'a été apporté au coefficient de réserves, à l'assiette des réserves ni au montant de l'abattement forfaitaire (100 000 euros) déductible des réserves obligatoires. La seule modification intervenue en 1999 a été la déduction uniforme de l'assiette des réserves applicable par tous les établissements de crédit aux exigences vis-à-vis d'autres établissements de la zone euro assujettis aux réserves obligatoires de la BCE. Dans le cas des exigences revêtant la forme de titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans ou de titres du marché monétaire, les établissements de crédit ont été autorisés, en 1999, à appliquer un pourcentage de déduction uniforme de 10 % dans les cas d'inexistence prouvée de telles exigences vis-à-vis d'autres établissements de crédit de la zone euro. À la lumière de nouvelles données statistiques disponibles pour 1999, la BCE a décidé, le 2 décembre, de porter à 30 % la déduction uniforme de l'assiette des réserves, cette décision prenant effet à compter de janvier 2000. Les établissements de crédit se sont facilement adaptés aux nouveaux dispositifs de déclaration et aux méthodes de calcul des réserves obligatoires. En conséquence, les cas de manquements aux obligations de constitution de réserves ont été assez limités en 1999. Après un différé de trois mois, devant permettre aux établissements de crédit de s'adapter à la nouvelle politique

monétaire unique, la BCE a mis en place un dispositif de sanction en cas de manquements aux obligations relatives aux réserves obligatoires.

1.7 Les garanties éligibles de l'Eurosystème et leur utilisation pour les opérations de crédit

Toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème (opérations de crédit intrajournalier et de politique monétaire) doivent s'appuyer sur des garanties appropriées livrées par les contreparties de l'Eurosystème. Pour tenir compte des différences entre les structures financières des États membres, les actifs éligibles aux opérations de crédit comportent un grand nombre d'instruments différents. Une distinction est opérée entre deux catégories d'actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème : les actifs de « niveau 1 » et les actifs de « niveau 2 ». Cette distinction a été effectuée exclusivement pour répondre à des fins internes à l'Eurosystème et n'a pas d'incidence sur la qualité des actifs ni sur leur éligibilité aux différents types d'opération de politique monétaire de l'Eurosystème, si l'on excepte le fait que, normalement, les actifs de niveau 2 ne peuvent être utilisés par l'Eurosystème dans le cadre de ses opérations ferme.

Le niveau 1 est constitué de titres de créance négociables sur un marché qui satisfont aux critères d'éligibilité uniformes définis par la BCE pour l'ensemble de la zone euro. Le niveau 2 comprend les actifs qui présentent une importance particulière pour les marchés financiers et les systèmes bancaires nationaux et pour lesquels les critères d'éligibilité sont proposés par les BCN et soumis à l'approbation de la BCE selon les critères d'éligibilité minimaux.

À la mi-décembre 1999, le montant des actifs éligibles négociables disponibles pour les opérations de l'Eurosystème s'est élevé à près de 5 700 milliards d'euros, au lieu de 5 300 milliards d'euros en janvier 1999. La

majeure partie de ce montant (96 %) a été composée d'actifs de niveau I. Mesurés par émetteurs, 62,7 % des actifs négociables de niveau I étaient des titres d'État, 32,8 % des titres émis par des établissements de crédit et 4,2 % des titres émis par les entreprises. En termes d'échéance, 93 % des actifs étaient des obligations à long terme et à moyen terme et 6,5 % des titres à court terme ; l'encours des titres de participation et autres actifs négociables de niveau 2 était minime (0,3 % et 0,2 % respectivement).

Les contreparties de l'Eurosystème peuvent procéder à une utilisation transfrontière des actifs éligibles, c'est-à-dire emprunter des fonds auprès de la banque centrale de l'État membre dans lequel elles sont implantées en utilisant des actifs localisés dans un autre État membre (cf. chapitre V).

En 1999, à la demande de plusieurs BCN, la BCE a procédé à une évaluation de nouvelles catégories d'actifs qui n'existaient pas en 1998 ou pris en considération les changements qui s'étaient produits en 1999, les rendant conformes aux critères d'éligibilité minimaux de la BCE. En conséquence, ces catégories d'actifs ont été ajoutées à la liste des garanties éligibles pour les opérations de crédit de l'Eurosystème.

1.8 La participation des contreparties de l'Eurosystème aux opérations de politique monétaire

Le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème est formulé de manière à assurer la participation d'un large éventail de contreparties. Les établissements assujettis au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème sont éligibles en tant que contreparties des opérations d'open market s'appuyant sur des appels d'offres normaux et pour l'accès aux facilités permanentes¹. À fin décembre 1999, quelque 7 900 établissements de crédit de la zone euro étaient assujettis aux réserves obligatoires. Parmi ces établissements, 4 100 ont eu un accès direct et indirect à un compte de système de

règlement brut en temps réel qui constitue une condition opérationnelle pour participer aux opérations de politique monétaire. Quelque 3 800 établissements ont eu recours à la facilité de dépôt et 3 200 environ à la facilité de prêt marginal. Pour avoir accès aux opérations d'open market, les contreparties peuvent avoir également besoin d'accéder aux systèmes d'appels d'offres nationaux, comme cela a été le cas pour 2 500 contreparties environ qui pouvaient potentiellement participer aux opérations d'open market en 1999. Quelque 200 établissements ont été sélectionnés par l'Eurosystème pour des opérations potentielles de réglage fin effectuées par le canal d'appels d'offres rapides ou de procédures bilatérales.

Le nombre de contreparties ayant participé effectivement aux opérations principales de refinancement a été compris entre 1 068 (en janvier 1999) et 302 (en avril 1999) tandis que le nombre de participants aux opérations de refinancement à plus long terme a varié entre 466 (en janvier 1999) et 198 (en septembre 1999). Durant le second semestre de 1999, le nombre de contreparties participant aux opérations de l'Eurosystème a eu tendance à diminuer par rapport au premier semestre de l'année. Parallèlement, la part des établissements de petite taille participant aux opérations principales de refinancement, par rapport aux établissements plus grands, a reculé durant l'année, ce qui indique, semble-t-il, une incitation moindre pour les établissements plus petits à participer aux opérations principales de refinancement. Ces évolutions peuvent être dues à plusieurs facteurs, y compris, entre autres, la poursuite du processus de concentration du secteur bancaire et le sentiment des contreparties

¹ En vertu de l'article 19.1 du statut du SEBC, la BCE impose généralement aux établissements de crédit installés dans des États membres participants de détenir des réserves obligatoires. Une définition des « établissements de crédit » est donnée à l'article 1^{er} de la première Directive de coordination bancaire (77/1780/CEE), c'est-à-dire « une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ».

que les écarts entre les taux appliqués par l'Eurosystème à ces opérations et les taux Eonia étaient assez faibles.

1.9 Les évolutions sur le marché monétaire

Avec l'introduction de l'euro et la mise en place du nouveau cadre de politique monétaire, le marché monétaire est entré dans un vaste processus d'intégration s'étendant à toute la zone euro. Toutefois, cette intégration n'a pas été homogène sur les différents compartiments du marché : le marché des opérations en blanc, sur lequel les banques échangent des liquidités à court terme sans support de garanties, et les marchés de produits dérivés ont connu une intégration plus rapide alors que le marché des pensions, où les participants échangent des liquidités à court terme contre garanties, et le marché de titres à court terme (bons du Trésor, billets de trésorerie et certificats de dépôt) disposent encore d'un vaste potentiel d'intégration. Dès le tout début de la phase III de l'UEM, les transactions transfrontière sur le marché monétaire de la zone euro ont augmenté sensiblement pour représenter actuellement plus de 50 % de l'activité totale sur l'ensemble des compartiments du marché monétaire. Cette évolution a été soutenue par le bon fonctionnement du système *Target* pour le transfert de fonds de gros montants dans la zone euro et les autres pays de l'UE. Il s'est avéré que le système *Target* a contribué, de façon capitale, à la redistribution efficace

de la liquidité dans la zone euro.

Les compartiments des opérations en blanc et des opérations d'échanges financiers du marché monétaire ont été ceux qui ont connu les évolutions les plus importantes, notamment une augmentation sensible des transactions transfrontière qui peut être considérée comme étant à la fois le reflet et la cause de ces évolutions. Cela explique également leur homogénéité et le haut niveau de liquidité. Une telle homogénéité apparaît clairement en particulier pour l'échéance à 24 heures, comme le montrent les différences très limitées entre les taux au jour le jour observées d'un pays à l'autre de la zone euro.

D'autres évolutions structurelles ont eu lieu sur le marché monétaire de la zone euro depuis l'introduction de l'euro, notamment l'accroissement de la liquidité sur les marchés secondaires, la poursuite de la concentration des activités de gestion de trésorerie en euros par rapport à la situation qui prévalait dans le passé sur des marchés monétaires fragmentés, le renforcement de la concurrence et le plus grand nombre de contreparties effectivement disponibles pour chaque banque. Une description des évolutions structurelles des marchés monétaires de la zone euro est contenue dans l'article intitulé « La zone euro un an après l'introduction de l'euro : principales caractéristiques et modifications de la structure financière » du numéro de janvier 2000 du Bulletin mensuel de la BCE.

2 Le placement des réserves de change et des fonds propres

2.1 Les réserves de change de l'Eurosystème

L'Eurosystème détient et gère les réserves de change des États membres. Les réserves de change sont détenues par la BCE et par les BCN. Bien que les BCN gèrent leurs propres réserves de change de façon autonome, leurs opérations sur les marchés de change sont soumises, au-delà d'un certain montant, à

l'accord de la BCE, afin d'assurer leur cohérence avec la politique monétaire unique de l'Eurosystème.

Le transfert des réserves de change des BCN à la BCE s'est effectué au tout début de l'année 1999 et a porté sur le montant maximum autorisé de 50 milliards d'euros, défalqué des parts du capital de la BCE souscrites par les BCN des pays ne

participant pas dès le début à l'Union monétaire. Le transfert effectif a porté sur 39,46 milliards d'euros, soit 80 % environ de 50 milliards d'euros. L'actif du bilan de la BCE est constitué pour l'essentiel par ces réserves de change. Conformément à l'article 123 du Traité, la BCE a la possibilité d'appeler des avoirs de réserve supplémentaires auprès des BCN dans le respect des dispositions du droit dérivé de la Communauté européenne. Une recommandation pour une réglementation du Conseil de l'UE a été émise par la BCE.

La répartition par devises des réserves de change de la BCE a été définie en fonction des besoins opérationnels prévus de cette dernière et il peut la modifier s'il le juge approprié. Les réserves de change centralisées à la BCE lui ont été transférées à concurrence de 15 % de leur montant sous forme d'or, tandis que les 85 % restants sont libellés en dollars des États-Unis et, dans une moindre mesure, en yens. Cependant, afin d'éviter toute interférence avec la politique monétaire unique de l'Eurosystème, il n'y a pas de gestion active à des fins de placement de la répartition par devises des réserves de change.

2.2 La stratégie de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves de change

L'objectif de la gestion des réserves de change de la BCE est de faire en sorte que la BCE dispose à tout moment de liquidités suffisantes pour procéder à toute intervention de change. Si des interventions devaient avoir lieu, les réserves de change centralisées à la BCE seraient utilisées. La liquidité et la sécurité sont par conséquent les deux impératifs de base qui guident les placements des réserves de change de la BCE. Compte tenu de ces contraintes, les réserves de change de la BCE sont gérées de manière à maximiser leur valeur. En outre, leur gestion permet également à l'Eurosystème d'améliorer sa connaissance des techniques de marché et sa compréhension antici-

patrice du comportement des opérateurs du marché.

Les réserves de change de la BCE sont gérées de manière décentralisée par les BCN de la zone euro. Les orientations essentielles en matière de placement et la référence stratégique sont déterminées par le Conseil des gouverneurs et le Directoire définit le cadre tactique dans lequel s'effectuent les placements. Outre la répartition par devises, la BCE définit quatre paramètres-clés pour le placement de ses réserves de change sur les marchés obligataires américain et japonais. Les paramètres-clés sont, premièrement, une norme de placement à deux niveaux (c'est-à-dire une norme stratégique et une norme tactique) pour chaque devise ; deuxièmement, les écarts autorisés par rapport à ces normes en termes de risque de taux d'intérêt ; troisièmement, une liste d'instruments et d'opérations éligibles ; et quatrièmement, les limites assignées pour l'exposition au risque de crédit. Les BCN utilisent la marge de manœuvre qui leur est laissée par les écarts autorisés et la limitation des risques pour rentabiliser au maximum les portefeuilles qu'elles gèrent pour le compte de la BCE dans le cadre d'un suivi en temps réel mis en place par celle-ci. Lorsqu'elles mettent en œuvre des décisions de placement pour la BCE, les BCN agissent pour le compte de celle-ci, sur la base d'un mandat explicite, afin que les contreparties de la BCE sur les marchés internationaux de capitaux puissent distinguer les opérations effectuées par les BCN pour le compte de la BCE de celles réalisées dans le cadre de la gestion de leurs propres réserves de change.

Les contreparties retenues pour les opérations touchant aux réserves de change de la BCE sont choisies en consultation avec les BCN en fonction de la qualité de leur signature et de leur efficacité opérationnelle. Le choix des instruments éligibles repose essentiellement sur des exigences en termes de liquidité et de sécurité. Compte tenu de ces contraintes, l'Eurosystème s'efforce d'utiliser des techniques et des outils performants pour la gestion du portefeuille et des risques.

2.3 La gestion des fonds propres de la BCE

La BCE a été dotée d'un capital initial de près de 4 000 millions d'euros. Ce capital a principalement pour objet de doter la BCE d'un fonds de réserve qui lui procure des revenus suffisants tout en garantissant un niveau de sécurité approprié. Conformément à l'article 123 du Traité, une augmentation du capital de la BCE est possible dans le respect des dispositions du droit dérivé de la Communauté européenne. Une recommandation pour un règlement du Conseil de l'UE a été émise par la BCE.

La totalité des fonds propres de la BCE étant actuellement investis sous forme d'actifs libellés en euros, il est primordial d'empêcher toute interférence avec les décisions de politique monétaire de la BCE. Ainsi, afin d'éviter tout usage abusif d'informations privilégiées dans le cadre de la gestion des fonds propres de la BCE, ou même une simple suspicion en ce sens, et pour protéger la réputation de la BCE, un dispositif spécifique a été mis en place qui s'inspire du concept de séparation fonctionnelle et matérielle stricte,

ou « muraille de Chine », entre le service qui gère les fonds propres et les autres services de la BCE.

Le cadre opérationnel de base pour les placements est conforme à la méthodologie appliquée à la gestion des réserves de change de la BCE (cf. section 2.1 ci-avant), compte tenu du fait que la majeure partie des fonds propres de la BCE est investie en titres à long terme libellés en euros. En outre, la BCE adopte une attitude relativement passive en terme de placements, notamment sur le marché monétaire, afin de ne pas donner de signaux de politique monétaire. Après l'obtention par la BCE du statut d'actionnaire de la BRI le 7 décembre 1999, une partie du capital de la BCE a également été utilisée pour financer l'achat d'actions de la BRI.

La liste des contreparties éligibles aux opérations de placement des fonds propres de la BCE et la documentation juridique afférente, bien qu'établies indépendamment de celles correspondant à la gestion des réserves de change de la BCE, répondent aux mêmes critères en termes de qualité de signature et d'efficacité opérationnelle.

3 Le fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement

3.1 Le système Target

Démarrage du fonctionnement de Target

Le système européen de transfert de gros montants à règlement brut en temps réel (*Target*) a été conçu pour répondre à deux objectifs principaux : premièrement, faciliter l'intégration du marché monétaire en euros afin de permettre une mise en œuvre sans heurt de la politique monétaire unique et, deuxièmement, améliorer la solidité et l'efficacité des paiements transfrontière en euros au sein de l'UE. Il a commencé à fonctionner avec succès le lundi 4 janvier 1999, parallèlement à plusieurs autres systèmes de paiement de montant élevé en euros. Étant donné que les banques ont eu besoin d'un

certain temps pour s'adapter au nouvel environnement de systèmes de paiement et aux nouvelles pratiques de gestion de leur trésorerie, le SEBC a décidé l'« extension de la plage de service » entre les 11 et 29 janvier 1999 en reportant d'une heure, de 18 h 00 à 19 h 00, la clôture du système *Target*. Afin d'éviter toute utilisation abusive de ce dispositif, une facturation spéciale de 15 euros a été perçue pour tous les paiements effectués durant cette heure d'ouverture supplémentaire. Étant donné que les banques ont appris à gérer plus efficacement leur liquidité, il ne s'est pas avéré nécessaire de maintenir l'extension des horaires d'ouverture de *Target*. Néanmoins, afin de permettre aux participants à *Target* de mieux gérer leur position de fin de journée, la BCE a

décidé que, à compter du 5 février 1999, l'heure limite pour solliciter l'accès à la facilité de prêt marginal de l'Eurosystème coïnciderait avec l'heure limite d'accès à la facilité de dépôt, c'est-à-dire 30 minutes après l'heure de fermeture effective de *Target*.

Évolution de Target en 1999

Quelque 34 000 institutions (pour la plupart des établissements de crédit y compris leurs succursales et filiales) peuvent avoir accès à *Target* dans toute l'UE. En 1999, le nombre de paiements traités globalement par le système, c'est-à-dire les paiements transfrontière et les paiements nationaux, s'est élevé à 163 157 en moyenne journalière, représentant une valeur de 925 milliards d'euros. L'activité transfrontière au sein de *Target* n'a cessé de s'accroître tout au long de la période. Par rapport à janvier 1999, les chiffres de décembre 1999 font apparaître un accroissement de 58 % en termes de volume et de 6 % en termes de valeur. La part des paiements transfrontière dans l'ensemble des paiements *Target* traités en 1999 a représenté 18 % en termes de volume (moyenne journalière de 28 777 paiements) et 39 % en termes de valeur (moyenne journalière de 360 milliards d'euros). Les jours où l'activité a été la plus importante ont été jusqu'à présent le 22 février 2000, en ce qui concerne le volume, avec quelque 52 000 paiements transfrontière et le 31 janvier 2000, en termes de valeur, la valeur totale des paiements traités ce jour atteignant 522 milliards d'euros.

La valeur moyenne des transactions traitées par *Target* et d'autres systèmes de paiement de montant élevé en euro a diminué en 1999, baisse qui s'explique essentiellement par le fait que les paiements commerciaux via les banques correspondantes ont de plus en plus été délaissés au profit des systèmes de paiement organisés. En décembre 1999, 34 % des paiements transfrontière transitant par *Target* correspondaient à des paiements de clientèle alors que, en janvier 1999, ceux-ci ne représentait que 15 % du total. Le recours à

Target et à d'autres systèmes traitant des montants élevés pour les paiements de clientèle à la place du mécanisme de banque correspondante permet aux entreprises clientes d'améliorer la gestion de leur trésorerie.

Dans la partie de son site Internet consacrée à *Target*, la BCE fournit et met à jour régulièrement des données statistiques relatives à *Target* et aux différents systèmes nationaux de règlement brut en temps réel (RBTR) y participant ou y étant liés.

Cadre opérationnel

Sur le plan technique, *Target* s'est avéré capable de traiter un nombre important de paiements de montant élevé dans des temps de transmission limités. L'obligation de couverture intégrale des crédits intrajournaliers par des garanties ne s'est pas révélée problématique, et la différence de tarification entre *Target* et les autres systèmes n'a pas dissuadé les banques de l'utiliser largement. Même les grandes banques qui peuvent recourir à des solutions moins coûteuses pour traiter leurs paiements ont recours à *Target* pour leurs paiements de montant très élevé pour lesquels le système offre des avantages en termes de limitation du risque et de gestion de la liquidité. En outre, nombre de petits et moyens établissements qui ne peuvent accéder à d'autres systèmes ont trouvé en *Target* une solution de rechange efficace au système de banque correspondante.

En raison de l'importance de *Target* pour le marché monétaire de la zone euro et de son interdépendance avec différents systèmes de paiement de montant élevé et de règlement en euros, un très haut degré de disponibilité technique doit être assuré. À cet égard, la performance de certaines composantes du système n'a cependant pas toujours été pleinement satisfaisante. Dans ces cas précis, on s'est attaché à améliorer la disponibilité du système et la priorité absolue a été accordée à cet objectif.

En ce qui concerne les jours de fonctionnement de *Target*, en 1999 le système a été fermé le jour de l'An, le jour de Noël et, exceptionnellement, le 31 décembre afin d'améliorer la sécurité du passage à l'an 2000. Toutefois, les flux des paiements ont été plutôt faibles lors des journées traditionnellement fériées (ou jours fériés bancaires) dans la majorité des pays de la zone euro. En conséquence, et à la demande des banques européennes, la BCE a décidé en juillet 1999 que le système *Target* serait fermé, outre les samedis et dimanches, six jours en 2000 : le jour de l'An, le Vendredi Saint, le lundi de Pâques, le 1^{er} mai (Fête du travail), le jour de Noël et le 26 décembre. Ces journées constituent dès lors *de facto* des jours où le règlement des opérations sur le marché monétaire et les marchés financiers en euro ainsi que des opérations de change impliquant l'euro n'est pas assuré. Néanmoins, dans certains de ces pays de la zone euro où l'un de ces jours n'est pas férié, le système national RBTR demeurera ouvert pour des activités limitées portant sur des paiements domestiques.

Dialogue avec les utilisateurs de Target

Au cours de l'année 1999, la BCE a régulièrement rendu compte des évolutions relatives à *Target*, tant dans la partie de son site Internet consacrée à *Target* que dans les publications trimestrielles de son bulletin mensuel. Des informations plus détaillées concernant *Target*, plus spécialement destinées aux utilisateurs du système, ont été mises à disposition par les BCN au deuxième trimestre de 1999 dans une version mise à jour du *Guide d'information à l'intention des établissements de crédit utilisant Target*.

Afin de rester attrayant, *Target* doit répondre aux besoins actuels et futurs du marché. À cet égard, une coopération et des échanges de vues actifs avec ses utilisateurs joueront un rôle important. La BCE a donc mené en 1999 une enquête sur les services offerts par *Target* pour les paiements transfrontière tels qu'ils ont été perçus par ses utilisateurs. Les

principaux résultats de cette enquête ont été présentés dans le rapport intitulé *Paiements transfrontière dans Target : une enquête auprès des utilisateurs*, qui a été publié par la BCE en novembre 1999. Ce rapport repose sur les informations collectées grâce à un questionnaire adressé aux différentes associations bancaires européennes et aux groupes d'utilisateurs nationaux de *Target*. En outre, une rencontre réunissant des opérateurs de marché sur le thème de *Target* et des systèmes de paiement de montant élevé, organisée à la BCE en septembre 1999, a apporté des informations intéressantes à cet égard. Il est notamment ressorti de ce rapport qu'un groupe important d'établissements de crédit est satisfait du niveau de services offerts actuellement par *Target*. Cependant, les grands participants en particulier souhaiteraient un degré plus élevé d'harmonisation des services offerts par les différents systèmes RBTR participant à *Target*. Les demandes de ces banques vont de l'harmonisation des formats de message à la fourniture d'un service uniforme dans *Target*. L'Euroystème continuera de solliciter les avis et les réactions des groupes d'utilisateurs nationaux de *Target* et, de façon plus générale, de la communauté bancaire et financière.

3.2 Le modèle de banque centrale correspondante

Le modèle de banque centrale correspondante (MBCC) a été créé afin de faciliter la mobilisation transfrontière de garanties dans les opérations de politique monétaire de l'Euroystème et de crédit intrajournalier du SEBC. Dans le cadre du MBCC, les banques centrales nationales peuvent intervenir en qualité de correspondants et permettre ainsi aux contreparties d'utiliser tous leurs actifs éligibles pour obtenir un crédit de leur banque centrale nationale.

L'expérience de la première année de fonctionnement du MBCC a montré que ce dispositif a répondu avec succès aux objectifs pour lesquels il avait été créé. La valeur des actifs détenus en dépôt en vue d'une

utilisation transfrontière n'a cessé d'augmenter, s'élevant à 162,7 milliards d'euros à la fin de 1999. Sur le montant total des garanties fournies par les contreparties de l'Eurosystème, quelque 17 % sont détenus via le MBCC. L'utilisation du MBCC a été asymétrique selon les pays, la plupart des activités ayant été concentrée sur un petit nombre de BCN. Les principaux fournisseurs de garanties (agissant comme banques centrales correspondantes) sont l'Italie, qui apporte près de la moitié de toutes les garanties transfrontière, la Belgique et l'Allemagne. Toutefois, les principaux utilisateurs de garanties (agissant en tant que banques centrales de refinancement) sont l'Allemagne, dont le recours aux garanties transfrontière porte sur un quart environ du total, les Pays-Bas et la France. Même si les chiffres absolus relatifs à l'utilisation transfrontière de garanties en Irlande et au Luxembourg ne sont pas très élevés, l'importance relative des garanties étrangères pour les contreparties dans ces deux pays est significative. En raison de la rareté relative des garanties nationales en Irlande et au Luxembourg, la part des garanties étrangères détenues via le MBCC aux fins d'utilisation transfrontière s'élève à 90 % de l'ensemble des garanties détenues par des contreparties au Luxembourg et à 55 % de celles détenues en Irlande. L'analyse montre également que, durant la première année de fonctionnement, les contreparties n'ont pas eu fortement recours aux actifs dès lors qu'ils étaient détenus en tant que garanties dans le MBCC. En moyenne, les actifs ont été détenus en garantie pour une période d'au moins quatre mois avant que la contrepartie ne demande leur rétrocession. L'utilisation transfrontière des actifs de niveau 2 est minime. Étant donné que ces actifs présentent une importance

particulière uniquement au niveau national, il n'est dès lors pas surprenant de ne les retrouver que rarement dans les portefeuilles de contreparties étrangères. Jusqu'à présent, le MBCC a constitué le principal instrument pour la livraison transfrontière de garanties utilisées dans les opérations de crédit. D'autres mécanismes de transfert transfrontière, par exemple les liens entre systèmes de règlement de titres, dont l'utilisation est autorisée depuis mai 1999, ont été sollicités pour 4 % environ de l'ensemble des portefeuilles de garanties à la fin de 1999.

Les commissions pour les transactions transfrontière via le MBCC ont été relevées à compter du 1^{er} octobre 1999, l'objectif principal était de couvrir les coûts supportés par les BNC au titre, d'une part, de la mise en œuvre du modèle et, d'autre part, du fonctionnement du MBCC. Après avoir acquis davantage d'expérience en ce qui concerne l'utilisation du MBCC, une étude a été menée afin de déterminer les coûts effectivement supportés. En conséquence, la commission de 5 euros par transaction MBCC a été remplacée par une tarification comprenant une commission par transaction de 30 euros par opération et des droits de conservation et de gestion s'élevant à 0,0069 % par an. Ces droits de conservation et de gestion sont calculés sur la base du montant des garanties détenues dans le MBCC. Comme cela était le cas auparavant, les nouvelles commissions sont destinées à couvrir les coûts encourus par la banque centrale correspondante qui détient les garanties pour le compte de la banque centrale de refinancement. Cette dernière peut continuer de percevoir des commissions supplémentaires pour couvrir ses propres coûts résultant du fonctionnement du MBCC.

4 La gestion du risque

Les principaux risques quantifiables et non quantifiables émanant des opérations de politique monétaire et de systèmes de paiement de l'Eurosystème et des opérations impliquant les réserves de change et les fonds

propres de la BCE sont le risque de crédit, le risque de marché, le risque de liquidité et le risque opérationnel provenant de divers types d'opérations de marché. Un système d'identification, de suivi et de gestion des

risques pouvant survenir à l'occasion de ces opérations a été mis en place. Ce dispositif de gestion des risques a été développé en tenant compte des meilleures pratiques du marché en usage.

Le risque de crédit

Le risque de crédit est le risque de subir une perte en raison de l'incapacité de s'acquitter de ses obligations (de la faillite) d'une contrepartie à laquelle il est lié par une relation contractuelle ou à raison de celles de l'émetteur d'un titre détenu par l'Eurosystème. L'Eurosystème encourt un risque de crédit dans l'accomplissement de ses opérations de politique monétaire et des opérations de ses systèmes de paiement (notamment via le système *Target*, quand il procède à de l'approvisionnement en liquidité intrajournalière) et la BCE encourt un risque de crédit dans l'accomplissement de ses opérations sur les réserves de change et des opérations de gestion de ses fonds propres.

Le risque de crédit lié aux opérations de politique monétaire et aux opérations des systèmes de paiement est limité par l'utilisation d'actifs fournis par les contreparties pour être remis en garantie au profit de l'Eurosystème à l'occasion des opérations d'open market et d'approvisionnement en liquidité intrajournalière. Seuls les actifs de toute première qualité sont éligibles pour ces opérations. Le risque de crédit est maîtrisé grâce à l'utilisation de critères d'éligibilité pertinents et prudents dans tout l'Eurosystème. Le risque de crédit lié aux opérations de gestion des réserves de change et des fonds propres est limité, car ne sont retenus que des contreparties et des émetteurs bénéficiant d'une qualité de signature de premier ordre. En outre, des limites sont assignées au risque de crédit sur chaque pays, émetteur et contrepartie pour circonscrire l'exposition concernant chacun des pays, émetteurs ou contreparties éligibles.

Le risque de marché

Le risque de marché est le risque de subir une perte due à des mouvements de taux d'intérêt (risque de taux d'intérêt) ou de taux de change (risque de change). Dans le domaine de la gestion du risque de marché encouru à l'occasion d'opérations sur les réserves de change de la BCE et sur les opérations de gestion des fonds propres, le dispositif de gestion du risque de marché s'articule essentiellement autour des éléments suivants : portefeuilles de référence stratégiques en matière de taux d'intérêt et de répartition par devises, liste des instruments éligibles et système de déclaration principalement axé sur les expositions au risque de marché et sur la performance en matière de gestion du portefeuille.

Le risque de taux d'intérêt lié à la détention d'avoirs de réserve de change et à la gestion des fonds propres est principalement contrôlé sur la base de leur durée modifiée. La durée modifiée des fonds propres et des portefeuilles en devises étrangères est limitée par des marges d'écarts autour d'une durée modifiée des portefeuilles de référence stratégiques. Le risque de taux de change sur les portefeuilles en devises étrangères est cantonné par des marges d'écart autour d'un portefeuille de référence de répartition par devises. Ont été également mises en place des mesures du risque potentiel de perte maximale afin de compléter l'analyse des expositions à ces risques. La performance en matière de gestion des fonds propres et des portefeuilles en devises fait l'objet d'un suivi et de déclarations régulières.

En ce qui concerne les opérations de politique monétaire ou les opérations liées aux systèmes de paiement, le risque de marché inhérent aux actifs sous-jacents remis en garantie est géré dans l'ensemble de l'Eurosystème grâce à l'application de mesures appropriées de contrôle du risque (décotes et marges, par exemple).

Le risque de liquidité

Le risque de liquidité est le risque de ne pas pouvoir dénouer ou compenser sans difficulté une position donnée au prix précédemment fixé par le marché ou à son voisinage en raison d'une profondeur insuffisante ou de perturbations du marché. Dans le cadre des opérations de politique monétaire ou des opérations liées aux systèmes de paiement, le risque de liquidité inhérent aux actifs sous-jacents est tempéré par des mesures de contrôle du risque appliquées auxdits actifs. Dans les opérations sur devises et sur fonds propres, il est limité par un choix approprié d'instruments éligibles et d'une structure adéquate d'échéances des portefeuilles.

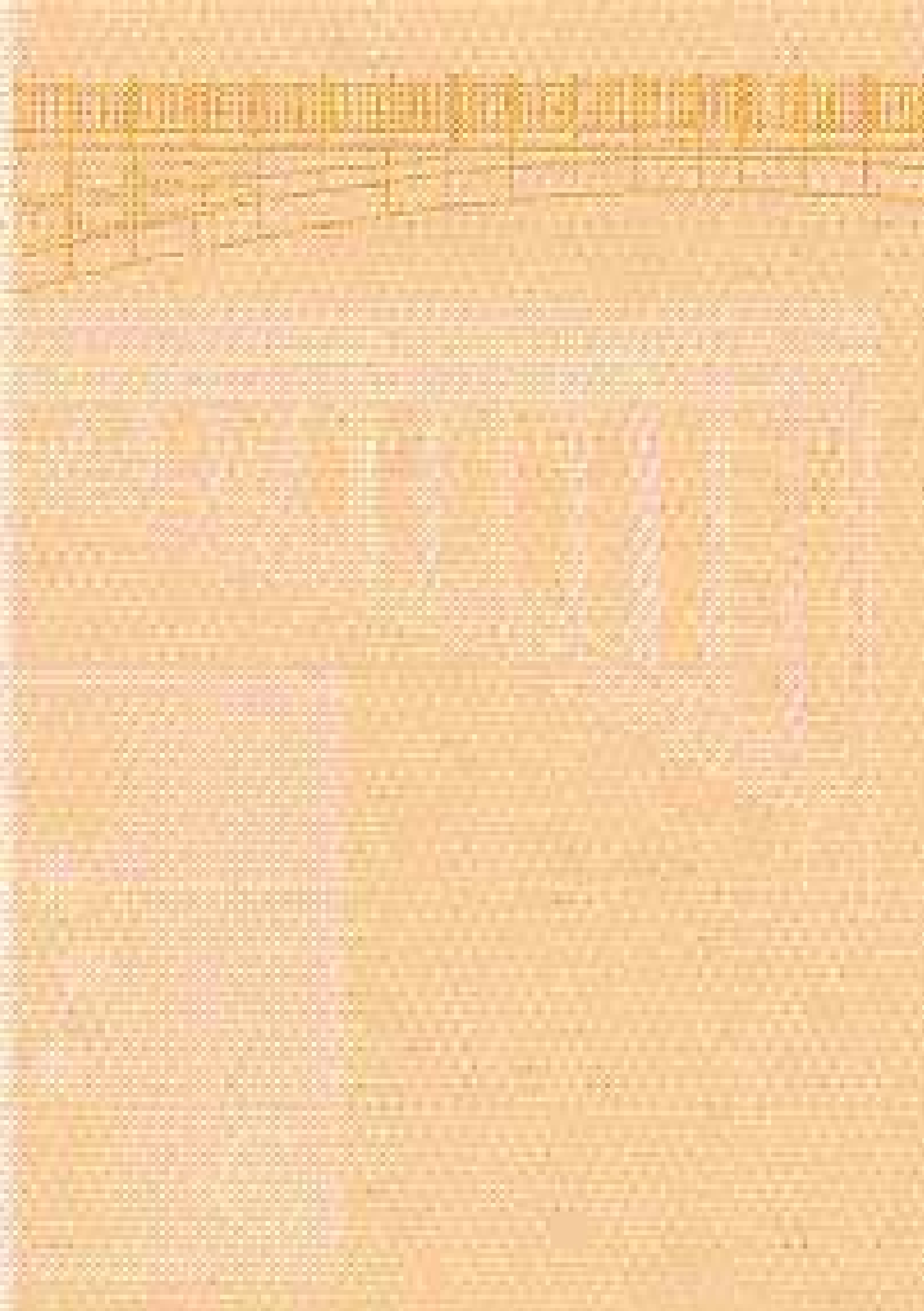
Le risque opérationnel

Le risque opérationnel est le risque de pertes liées à des pannes de système, erreurs

humaines, dysfonctionnements dans les contrôles internes, fraudes, catastrophes ou autres événements imprévisibles susceptibles d'affecter ses opérations. Des dispositifs de contrôle interne de tous les flux opérationnels ont été mis en place afin de réduire le risque opérationnel. L'Eurosystème met à disposition des facilités de financement exceptionnelles pour venir en soutien de ses opérations.

L'évolution actuelle

Les progrès continus des techniques de gestion du risque sont suivis avec attention. Les développements actuels portent sur l'analyse des systèmes de gestion du risque, sur les méthodologies s'y rapportant ainsi que les discussions au sujet des pratiques de gestion du risque au niveau de l'Eurosystème.



Chapitre III

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

L'Eurosystème et les BCN des pays de l'Union européenne hors zone euro coopèrent étroitement au sein du Conseil général de la BCE afin de contribuer au maintien de la stabilité des prix dans l'ensemble de l'Union européenne. Dans ce contexte, l'examen des conditions macroéconomiques et des politiques monétaires et de change fait partie intégrante des travaux de coordination entre l'Eurosystème et les quatre BCN ne participant pas actuellement à la zone euro. Si ces BCN conduisent leur politique monétaire dans des cadres institutionnels et opérationnels différents, elles mènent toutes une politique monétaire dont l'objectif final est le maintien de la stabilité des prix.

Le Danemark

Au Danemark, la progression du produit intérieur brut (PIB) réel en 1999 est estimée à 1,5 %, soit un chiffre largement en deçà de la moyenne de la zone euro et des taux de croissance élevés de quelque 3 % ou plus qui avaient été atteints à partir de la mi-1993 jusqu'à 1998. En 1999, l'incidence de l'action engagée par le gouvernement en 1998 en vue de réduire la demande intérieure et de stimuler l'épargne (les mesures « Whitsun »), associée à l'effet d'une augmentation des taux d'intérêt à long terme, a contribué à un ralentissement marqué du rythme d'évolution de la demande intérieure. Les perspectives extérieures se sont toutefois améliorées et ont soutenu les exportations nettes, ce qui s'est traduit par la réapparition d'un excédent de la balance des opérations courantes. Globalement, par rapport à la majorité des autres pays de la zone euro, l'économie du Danemark a continué de se situer à un stade relativement avancé du cycle économique et d'enregistrer un écart de croissance positif. En 1999, les conditions sur le marché du travail danois ont continué de se tendre; le taux de chômage s'est élevé à 4,1 % en décembre, soit le taux le plus faible enregistré en près de vingt ans, tandis que l'offre de main-d'œuvre n'a pas augmenté, malgré les récentes initiatives prises sur le marché du travail. En outre, à l'instar des deux années

précédentes, la hausse des salaires réels observée en 1999 a été supérieure à la croissance de la productivité.

Conséquence de la croissance des salaires, qui a atteint 4 % environ, et de la baisse des prix des produits pétroliers qui n'a plus fait contrepoids, les tensions inflationnistes ont continué de s'aggraver en 1999. L'écart entre le taux de hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et celui de la zone euro s'est de ce fait creusé pour s'établir à 1,4 point de pourcentage en décembre 1999, et l'IPCH a atteint 3,1 %, contre une moyenne de 1,3 % en 1998. Les hausses de salaires se sont quelque peu modérées dans l'industrie, mais se sont accrues dans le secteur plus protégé des services. Toutefois, la hausse apparente des coûts salariaux totaux en 1999 a été essentiellement le résultat du conflit qui a touché le marché du travail au printemps 1998 et qui a faussé les données relatives à l'année 1998, en rendant la masse salariale totale inférieure à la normale.

Depuis l'assainissement budgétaire substantiel réalisé durant la période 1993-1997 (période au cours de laquelle le solde budgétaire est passé d'un déficit de 2,9 % du PIB à un excédent de 0,1 % du PIB), le solde budgétaire des administrations publiques a continué de s'améliorer ces dernières années. Les mesures « Whitsun » d'austérité budgétaire, qui vont graduellement réduire la déductibilité des intérêts et alourdir la fiscalité indirecte au cours de la période 1999-2002, ont été adoptées en juin 1998 afin de contrecarrer les tensions inflationnistes générées par la vive progression de la demande intérieure. L'excédent des administrations publiques a atteint 3 % du PIB en 1999, soit près de 2 points de pourcentage de plus que l'année précédente, tandis que le ratio de la dette publique par rapport au PIB a lui aussi continué de s'améliorer. En 1999, il s'est replié de 3 points de pourcentage, pour s'établir à 52,6 %.

La stratégie de politique monétaire de la Banque nationale du Danemark axe la

Tableau 6**Indicateurs macroéconomiques pour le Danemark***(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 T1	1999 T2	1999 T3	1999 T4
PIB réel	0,8	5,8	3,7	2,8	3,1	2,7	1,5	0,5	1,8	1,0	.
<i>Contribution à la croissance du PIB réel ¹⁾</i>											
Demande intérieure réelle y compris la variation des stocks	0,6	6,6	5,0	2,4	4,2	4,4	.	0,4	-0,9	0,6	.
Exportations nettes	0,4	-0,8	-1,4	0,4	-1,1	-1,6	.	0,3	2,5	0,4	.
IPCH	0,9	1,8	2,0	2,1	1,9	1,3	2,1	1,4	1,8	2,3	2,8
Rémunération par salarié	2,3	3,5	3,5	2,9	3,8	3,0	.	4,5	6,3	3,7	.
Coûts unitaires de main-d'œuvre, ensemble de l'économie	0,0	-2,5	0,5	1,4	2,8	2,4	.	6,3	4,3	3,6	.
Prix à l'importation	-0,7	1,5	2,4	0,2	2,1	-0,7	-0,3	-2,7	-1,9	0,4	3,1
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en % du PIB)	.	.	.	.	0,1	-0,1	.	0,2	0,1	0,2	.
Emploi total	-1,5	-0,4	0,7	1,4	2,1	2,1	1,0	2,3	-0,0	1,0	.
Taux de chômage (en % de la population active)	10,1	8,2	7,2	6,8	5,6	5,1	4,5	4,8	4,5	4,4	4,2
Solde budgétaire (en % du PIB) ^{2) 3)}	-2,9	-2,4	-2,3	-1,0	0,1	1,2	3,0	-	-	-	-
Dette brute consolidée (en % du PIB) ²⁾	78,0	73,5	69,3	65,0	61,3	55,6	52,6	-	-	-	-
Taux d'intérêt à trois mois (en % annuel) ⁴⁾	11,0	6,2	6,1	3,9	3,7	4,1	3,3	3,5	3,0	3,1	3,6
Taux d'intérêt à dix ans (en % annuel) ⁴⁾	7,3	7,8	8,3	7,2	6,3	4,9	4,9	4,2	4,5	5,3	5,6
Taux de change par rapport à l'écu ou à l'euro ^{4) 5)}	7,59	7,54	7,33	7,36	7,48	7,50	7,44	7,44	7,43	7,44	7,44

*Sources : Eurostat, Commission européenne, données nationales et calculs de la BCE**Note : Les comptes nationaux sont établis sur la base du SEC 95. Les données IPCH antérieures à 1995 sont des estimations basées sur des définitions nationales et ne sont pas totalement comparables avec les données IPCH à partir de 1995.**1) En points de pourcentage**2) Établi conformément à la définition du traité de Maastricht**3) Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques**4) Moyenne des valeurs de la période considérée**5) Unités de monnaie nationale pour un écu jusqu'à fin 1998 et pour un euro après cette date*

politique monétaire sur la stabilisation du taux de change de la couronne danoise vis-à-vis de l'euro. Le Danemark participe au MCE II depuis le 1^{er} janvier 1999, avec une marge de fluctuation étroite de $\pm 2,25$ % par rapport au cours pivot vis-à-vis de l'euro. La couronne danoise est restée stable en 1999, autour d'un niveau légèrement supérieur au cours pivot, de DKK 7,46038 pour un euro, fixé dans le cadre du MCE II. Au premier semestre de 1999, la Banque nationale du Danemark a réduit à deux reprises ses taux d'intérêt directs, abaissant son taux de prêt de 50 points de base le 9 avril – à la suite d'une décision similaire par l'Eurosystème – et de 5 points de base le 17 juin 1999. Parallèlement aux hausses des taux d'intérêt de l'Eurosystème, la banque centrale a ensuite

relevé son taux de prêt de 45 points de base le 4 novembre 1999, de 30 points de base, le 3 février 2000, puis de 25 points de base, à 3,85 %, le 16 mars 2000. Sur l'ensemble de l'année, les taux d'intérêt à court terme, mesurés par les taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire, ont augmenté de 0,2 point de pourcentage, et l'écart avec les taux comparables de la zone euro est demeuré assez stable, aux alentours de 20 points de base. À la fin de février 2000, les taux d'intérêt à court terme s'élevaient à 4,1 %, soit un écart de 50 points de base par rapport aux taux de la zone euro.

Durant l'ensemble de l'année 1999, les taux d'intérêt à long terme, mesurés par les rendements des emprunts publics à dix ans, se

sont inscrits dans le droit fil du mouvement international de hausse, augmentant de quelque 1,3 point de pourcentage. En février 2000, l'écart vis-à-vis des taux moyens de la zone euro s'est élevé à quelque 30 points de base, c'est-à-dire qu'il est resté globalement inchangé depuis le début de 1999.

La Grèce

En 1999, la Grèce a continué d'enregistrer une croissance économique dynamique. Le taux de croissance du PIB observé en 1998 (3,7 %) n'a que légèrement reculé, revenant à 3,5 % en 1999, essentiellement en raison d'une contribution légèrement négative des exportations nettes à la croissance du PIB. La croissance a continué d'être portée principalement par les investissements publics et privés. La formation brute réelle de capital fixe a crû de 8,1 % en 1998 et de 8,3 % en 1999. Contrastant avec le mouvement de décélération antérieur, la croissance de la consommation privée est devenue plus vive, passant de 2,1 % en 1998 à 2,6 % en 1999. Le taux de chômage a légèrement reculé, retombant à une moyenne annuelle estimée à 10,5 % en 1999. La croissance de l'emploi est revenue de 3,4 % en 1998 à 1,2 % en 1999¹. Selon les estimations, le déficit commercial (en partie faussé par des exportations non comptabilisées) est resté globalement au même niveau en 1999 que l'année précédente, c'est-à-dire aux alentours de 13 % du PIB.

Le taux d'inflation IPCH a continué de suivre une pente descendante en 1999. En septembre 1999, le pourcentage de variation annuelle de l'IPCH a atteint son point le plus faible (1,5 %), soit 2 points de pourcentage en deçà du chiffre de 3,5 % enregistré en janvier 1999. Au cours des trois derniers mois de 1999, toutefois, l'inflation IPCH s'est quelque peu accélérée, principalement à la suite de la hausse des prix de l'énergie, pour atteindre 2,4 % en décembre 1999, soit 0,7 point de pourcentage au-delà de la moyenne de la zone euro.

Les principaux facteurs ayant contribué à la réduction générale de l'inflation ont été la politique monétaire axée sur la stabilité menée par la Banque de Grèce et un ralentissement substantiel du rythme de hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre (de 5,5 % en 1998 à 2,5 % en 1999). La baisse de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a, à son tour, été soutenue par une forte croissance de la productivité et une modération salariale ininterrompue, conformément à l'accord biennal que les partenaires sociaux ont signé en mai 1998. L'inflation tendancielle, mesurée par l'IPCH corrigé des produits alimentaires saisonniers et de l'énergie, s'est inscrite en baisse durant la majeure partie de 1999, revenant de 4,4 % en janvier à 1,7 % en décembre 1999. D'autres facteurs expliquant la baisse de l'inflation sont les réductions d'impôts indirects opérées en 1998 et 1999 et, dans une moindre mesure, les « gentleman's agreements » conclus entre le gouvernement grec et l'industrie afin d'encourager la modération des prix dans le secteur privé. On estime que l'effet combiné de ces baisses d'impôts et des « gentleman's agreements » avoisine un point de pourcentage.

À la suite d'une diminution notable du déficit public, revenu de 13,8 % du PIB en 1993 à 2,5 % du PIB en 1998, l'assainissement budgétaire s'est poursuivi en Grèce en 1999, et le déficit a continué de reculer, pour s'établir à 1,6 % du PIB. Cette baisse est attribuable aux excellents résultats enregistrés par les recettes publiques, qui sont passées de 50,8 % du PIB en 1998 à 51,7 % du PIB en 1999. Par ailleurs, le ratio des dépenses totales par rapport au PIB n'a que très légèrement diminué, revenant de 53,3 % en 1998 à 53,2 % en 1999, essentiellement en raison de la baisse des charges d'intérêts. L'excédent primaire s'est également inscrit en hausse, passant de 6,4 % à 7,1 % du PIB. La dette publique s'est repliée de 1 point de pourcentage, pour revenir à

¹ Le taux de croissance élevé de l'emploi enregistré en 1998 traduit le fait que plus de 200 000 immigrants illégaux ont reçu un permis de travail.

Tableau 7**Indicateurs macroéconomiques pour la Grèce***(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 T1	1999 T2	1999 T3	1999 T4
PIB réel	-1,6	2,0	2,1	2,4	3,4	3,7	3,5	.	.	.	.
<i>Contribution à la croissance du PIB réel ¹⁾ :</i>											
Demande intérieure réelle y compris la variation des stocks	-1,0	1,3	4,2	3,5	4,4	3,4	3,9	.	.	.	.
Exportations nettes	-0,6	0,7	-2,1	-1,1	-1,1	0,3	-0,4	.	.	.	.
IPCH	.	.	.	7,9	5,4	4,5	2,3	3,4	2,2	1,7	2,2
Rémunération par salarié	9,8	10,8	12,9	8,8	12,4	5,8	4,8	-	-	-	-
Coûts unitaires de main-d'œuvre, ensemble de l'économie	12,6	10,7	11,6	5,9	8,4	5,5	2,5	-	-	-	-
Prix à l'importation	7,7	5,8	6,8	5,0	2,2	5,1	0,6	-	-	-	-
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en % du PIB)	-0,8	-0,1	-2,4	-3,6	-4,0	-3,0	-2,7	-	-	-	-
Emploi total	0,9	1,9	0,9	-0,4	-0,3	3,4	1,2	-	-	-	-
Taux de chômage (en % de la population active)	8,6	8,9	9,1	9,8	9,7	10,9	10,5	-	-	-	-
Solde budgétaire (en % du PIB) ^{2) 3)}	-13,8	-10,0	-10,2	-7,4	-3,9	-2,5	-1,6	-	-	-	-
Dettes brutes consolidées (en % du PIB) ²⁾	116,9	109,3	108,7	111,3	108,5	105,4	104,4	-	-	-	-
Taux d'intérêt à trois mois (en % annuel) ⁴⁾	19,1	26,7	16,4	13,8	12,9	13,9	10,3	10,8	10,0	10,1	10,4
Taux d'intérêt à dix ans (en % annuel) ⁴⁾	23,4	20,9	17,3	14,6	10,2	8,5	6,3	6,1	5,9	6,6	6,7
Taux de change par rapport à l'écu ou à l'euro ^{4) 5)}	268	288	303	306	309	331	326	323	325	326	329

*Sources : Eurostat, Commission européenne, données nationales et calculs de la BCE**Note : Les comptes nationaux sont établis sur la base du SEC 95.**1) En points de pourcentage**2) Établi conformément à la définition du traité de Maastricht**3) Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques**4) Moyenne des valeurs de la période considérée**5) Unités de monnaie nationale pour un écu jusqu'à fin 1998 et pour un euro après cette date*

104,4 % du PIB en 1999, soit un rythme légèrement inférieur à ceux de 1997 et de 1998, lorsque l'endettement avait chuté d'approximativement 3 points de pourcentage chaque année. Cela signifie que l'évolution du ratio de la dette publique a été moins favorable que ne le donneraient à penser le ratio de déficit et la croissance économique nominale, en raison, en définitive, d'ajustements dette-déficit défavorables, recouvrant notamment des apports de capitaux dans des entreprises publiques et des effets de réévaluation. Le programme de convergence actualisé introduit en décembre 1999 fixe des objectifs budgétaires plus ambitieux que le programme de convergence précédent, qui avait bénéficié de résultats supérieurs aux

attentes les années antérieures. Il est prévu que le déficit continue de baisser, pour s'établir à 1,2 % du PIB en 2000 et à 0,2 % du PIB en 2001. L'endettement ne devrait, quant à lui, que légèrement reculer en 2000, tandis qu'un repli plus notable, de l'ordre de presque 4 points de pourcentage, à 99,5 % du PIB, est attendu en 2001.

L'objectif primordial de la stratégie de politique monétaire de la Banque de Grèce est resté le maintien de la stabilité des prix, cette dernière étant définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation (IPC) inférieure à 2 %. La drachme grecque est entrée dans le MCE le 16 mars 1998 et participe au MCE II depuis le

1^{er} janvier 1999, avec une marge de fluctuation de ± 15 % par rapport au cours pivot de GRD 353,109 pour un euro. Tout au long de 1999, la drachme s'est traitée à 8,4 % en moyenne au-dessus de son cours pivot, conformément aux exigences de l'objectif de stabilité des prix. Le 17 janvier 2000, le cours pivot a été réévalué de 3,5 %, à GRD 340,750 pour un euro.

Dans le cadre de sa stratégie de politique monétaire, la Banque de Grèce a défini des fourchettes de référence pour l'agrégat monétaire large comme pour l'expansion du crédit intérieur, dont les taux de croissance annuels sont fixés actuellement à des valeurs comprises entre 7 % et 9 %. En 1999, la croissance de l'agrégat monétaire large n'a pas tout à fait atteint la fourchette de référence, sa croissance annuelle s'établissant à 5,6 %, tandis que l'expansion du crédit intérieur s'est stabilisée au second semestre de 1999, à la suite en partie de la mise en place par la Banque de Grèce d'un système provisoire de réserves obligatoires lorsque la progression des crédits bancaires est supérieure à l'objectif. La croissance annuelle du crédit intérieur (12,3 %) est toutefois demeurée supérieure à la fourchette de référence en 1999.

La Banque de Grèce a réduit le taux fixe de ses appels d'offres pour les dépôts à 14 jours à 12 % le 13 janvier 1999 et l'a de nouveau abaissé à 11,5 % et à 10,75 % respectivement les 20 octobre 1999 et 15 décembre. Le 26 janvier 2000 et le 8 mars, la Banque de Grèce a réduit le taux directeur de ses dépôts à 14 jours de 100 et 50 points de base respectivement, à 9,25 %. Au début de 1999, les taux d'intérêt à court terme ont poursuivi leur baisse, revenant d'un niveau annuel moyen de 13,9 % en 1998 à quelque 10 % au deuxième trimestre de 1999. Les taux d'intérêt à court terme sont ensuite restés assez stables durant le reste de l'année, exception faite d'une hausse temporaire en novembre 1999. Au cours des deux premiers mois de l'année 2000, le taux d'intérêt à trois mois (ATHIBOR) a encore fléchi, s'établissant à 8,7 % à la fin de février. Cela s'est traduit par

un écart de 510 points de base vis-à-vis des taux comparables de la zone euro, contre un écart de 850 points de base au début de 1999.

Durant les premiers mois de 1999, l'orientation à la baisse des taux d'intérêt à long terme s'est également poursuivie, et les taux d'intérêt à dix ans sont retombés de 6,3 % en janvier à 5,8 % en mai. Par la suite, les taux d'intérêt à long terme se sont peu à peu redressés, atteignant 7,0 % en octobre, mais sont de nouveau revenus à 6,4 % à la fin février 2000. L'écart vis-à-vis des rendements moyens de la zone euro s'est resserré, revenant de 250 points de base en janvier 1999 à quelque 80 points de base en février 2000.

La Suède

Le PIB réel de la Suède est passé de 3,0 % en 1998 à 3,8 % en 1999. L'élément moteur a été, comme l'année précédente, une forte croissance de la demande intérieure ayant résulté de la croissance favorable du revenu disponible réel (principalement en raison d'une inflation très faible) et de l'emploi, de la hausse du prix des actifs et du niveau historiquement bas des taux d'intérêt. La consommation privée et la formation de capital ont enregistré les augmentations les plus importantes, alors que la contribution à la croissance des variations des stocks a été négative, à hauteur de 0,5 point de pourcentage. En outre, la croissance des exportations a été moins affectée que prévu par le ralentissement de l'activité économique mondiale à la fin de 1998 et au début de 1999, tandis que la croissance des importations se ralentissait fortement. La contribution à la croissance du commerce extérieur a ainsi été à nouveau positive, alors qu'elle avait été négative en 1998. Depuis l'automne 1997, le taux de chômage a diminué de façon significative et l'emploi a poursuivi son ascension en 1999, principalement dans le secteur privé des services. Les chômeurs représentaient 6,5 % de la population active à la fin de 1999, contre une moyenne de 8,3 % en 1998. L'excédent commercial a atteint

Tableau 8**Indicateurs macroéconomiques pour la Suède***(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999
								T1	T2	T3	T4
PIB réel	-1,8	4,1	3,7	1,1	2,0	3,0	3,8	3,9	3,7	3,8	3,8
<i>Contribution à la croissance du PIB réel ¹⁾ :</i>											
Demande intérieure réelle y compris la variation des stocks	-5,1	2,9	1,9	0,7	0,8	3,5	3,3	3,8	2,1	3,6	3,7
Exportations nettes	3,3	1,2	1,9	0,4	1,3	-0,5	0,5	0,1	1,6	0,2	0,1
IPCH	.	.	.	0,8	1,8	1,0	0,6	0,2	0,3	0,7	1,0
Rémunération par salarié		4,7	3,0	6,7	3,1	3,4	3,3	3,2	3,2	.	.
Coûts unitaires de main-d'œuvre, ensemble de l'économie	.	-0,1	0,5	5,1	0,4	1,5	2,4	1,7	3,8	.	.
Prix à l'importation	13,3	4,7	6,5	-3,5	1,9	-1,0	2,5	-1,0	2,5	3,6	4,9
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en % du PIB)	-1,7	0,7	2,9	2,6	3,3	3,6	2,0	2,5	1,1	3,3	.
Emploi total	-5,5	-0,9	1,6	-0,6	-1,1	1,4	2,2	2,7	3,0	1,8	1,5
Taux de chômage (en % de la population active)	9,1	9,4	8,8	9,6	9,9	8,3	7,0	7,5	7,0	6,9	6,6
Solde budgétaire (en % du PIB) ^{2) 3)}	-11,9	-10,9	-6,8	-3,4	-2,0	1,9	1,9	-	-	-	-
Dette brute consolidée (en % du PIB) ²⁾	75,8	79,0	77,6	76,0	75,0	72,4	65,5	-	-	-	-
Taux d'intérêt à trois mois (en % annuel) ⁴⁾	8,8	7,7	8,8	6,0	4,4	4,4	3,3	3,3	3,1	3,2	3,7
Taux d'intérêt à dix ans (en % annuel) ⁴⁾	8,6	9,7	10,2	8,0	6,6	5,0	5,0	4,2	4,5	5,5	5,7
Taux de change par rapport à l'écu ou à l'euro ^{4) 5)}	9,11	9,16	9,33	8,52	8,66	8,91	8,81	8,98	8,90	8,71	8,65

*Sources : Eurostat, Commission européenne, données nationales et calculs de la BCE**Note : Les comptes nationaux sont établis sur la base du SEC 95.**1) En points de pourcentage**2) Établi conformément à la définition du traité de Maastricht**3) Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques**4) Moyenne des valeurs de la période considérée**5) Unités de monnaie nationale pour un écu jusqu'à fin 1998 et pour un euro après cette date*

presque le même niveau qu'en 1998, soit 6,9 % du PIB, alors que l'excédent de la balance des opérations courantes s'inscrivait en très légère baisse, à 2,8 % du PIB.

La hausse des prix à la consommation a commencé à s'accélérer en 1999, à partir de niveaux très faibles, essentiellement à la suite du renchérissement du pétrole. L'inflation tendancielle, mesurée par UNDIX (IPC hors paiements d'intérêts et effets directs des modifications des impôts indirects et des subventions), est passée de moins de 1 % en 1998 à 1,9 % en décembre 1999. En décembre 1999, l'inflation IPCH s'établissait à 1,2 %, soit 0,5 point de pourcentage en deçà de la moyenne de la zone euro. Durant la majeure partie de l'année, la Suède a été l'un des trois États membres de l'UE à enregistrer

les meilleurs résultats en termes de stabilité des prix. Les salaires réels continuent toutefois de croître à un rythme plus rapide que la productivité et restent le principal facteur de risque pour la stabilité des prix et l'emploi à moyen terme.

Après un assainissement budgétaire substantiel entre 1993 et 1998, période pendant laquelle le solde budgétaire est passé d'un déficit de 11,9 % du PIB à un excédent de 1,9 % du PIB, les finances publiques sont demeurées stables en 1999, avec un excédent de 1,9 % du PIB. En 1999, le ratio de la dette publique s'est replié de 6,9 points de pourcentage, à 65,5 % du PIB. Le programme de convergence actualisé de la Suède, introduit en novembre 1999, fixe pour 2001 et 2002 l'objectif d'un excédent budgétaire

de 2 % du PIB. L'endettement devrait diminuer de 6,7 points de pourcentage en 2000, pour revenir à 58,8 % du PIB, et poursuivre sa baisse en 2001, à 54,1 % du PIB.

Le 1^{er} janvier 1999, une nouvelle législation sur la banque centrale est entrée en vigueur, afin de renforcer l'indépendance de la Banque de Suède. L'objectif principal de la politique monétaire en Suède est de parvenir à la stabilité des prix. La Banque de Suède a adopté un régime de change flexible et mène depuis 1993 une politique monétaire fondée sur un objectif explicite d'inflation. La politique monétaire vise à maintenir l'inflation IPC à 2 %, avec une marge de tolérance de ± 1 point de pourcentage. Au début de 1999, des éclaircissements ont été apportés quant à la formulation de la politique monétaire en Suède. La Banque de Suède a explicitement indiqué que les écarts par rapport à l'objectif d'inflation pouvaient être justifiés si, par exemple, l'inflation est influencée par des facteurs temporaires. Cela a été le cas en 1999. Dans la pratique, la politique monétaire a reposé sur une estimation de l'inflation tendancielle, UNDEX, qui a enregistré un niveau moyen de 1,5 % en 1999.

À la suite de deux baisses du taux des pensions de la Banque de Suède – de 50 points de base au total –, celui-ci est revenu à 2,9 % en mars 1999, et les taux d'intérêt à court terme ont baissé au début de 1999. Le taux des pensions a été relevé de 35 points de base le 11 novembre 1999 et de 50 points de base, à 3,75 %, le 4 février 2000, alors que l'on estimait que les perspectives d'inflation pour l'année prochaine et la suivante seraient légèrement supérieures à l'objectif. Les taux d'intérêt à court terme ont encore plus augmenté vers la fin de l'année. L'écart entre les taux d'intérêt à court terme suédois et ceux de la zone euro s'est légèrement resserré dans le courant de 1999, pour s'établir à 50 points de base à la fin février 2000. En 1999 et durant les deux premiers mois de 2000, la couronne suédoise s'est appréciée de quelque 10 % par rapport à l'euro, après avoir enregistré une dépréciation d'une ampleur similaire au second semestre

de 1998. L'appréciation de la couronne a été principalement due à l'amélioration des perspectives de croissance de l'économie suédoise.

Les taux d'intérêt à long terme ont progressé de 1,6 point de pourcentage dans le courant de 1999, et de plus encore par la suite, pour atteindre 5,8 % à la fin de février 2000. L'écart des taux à dix ans par rapport à la zone euro s'est légèrement creusé au cours de l'année 1999, ce qui reflète, entre autres, l'amélioration des perspectives conjoncturelles pour la Suède par rapport à la zone euro. À fin février 2000, l'écart s'était légèrement resserré, à 30 points de base.

Le Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, le PIB s'est accru de 2 % en 1999, contre 2,2 % en 1998. Après un ralentissement dans le dernier mois de 1998, le rythme d'activité s'est accéléré dans le courant de 1999. La croissance a été portée par la demande intérieure, notamment par les dépenses de consommation, qui ont reflété des hausses substantielles des salaires réels, une baisse des intérêts hypothécaires et un accroissement du prix des actifs (particulièrement du prix des logements). Toutefois, la croissance en volume des exportations, même si elle s'est améliorée vers le milieu de l'année, est restée nettement en deçà de la croissance en volume des importations, en raison de la vigueur de la livre sterling, de la croissance modérée de certains marchés à l'exportation et du vif développement de la demande intérieure, ce qui s'est traduit par une contribution constamment négative des exportations nettes à la croissance du PIB pour l'ensemble de l'année. Malgré la croissance un peu plus lente de la production, une nouvelle baisse du chômage s'est produite en 1999. Le taux de chômage annuel moyen est retombé à 6,2 %, contre 6,3 % en 1998.

L'inflation est restée modérée, et le rythme de hausse des prix, mesuré par l'indice des prix de détail hors intérêts hypothécaires

Tableau 9**Indicateurs macroéconomiques pour le Royaume-Uni***(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 T1	1999 T2	1999 T3	1999 T4
PIB réel	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,2	2,0	1,4	1,6	2,1	2,9
<i>Contribution à la croissance du PIB réel ¹⁾ :</i>											
Demande intérieure réelle y compris la variation des stocks	1,9	3,3	1,8	3,0	3,7	4,1	3,5	4,0	3,2	2,8	4,0
Exportations nettes	0,1	0,9	1,0	-0,5	-0,3	-2,1	-1,6	-2,7	-1,7	-0,9	-1,3
IPCH	2,5	2,0	2,6	2,5	1,8	1,6	1,4	1,6	1,4	1,2	1,2
Rémunération par salarié	3,6	3,4	2,0	3,2	4,6	5,4	.	4,9	4,6	4,8	.
Coûts unitaires de main-d'œuvre, ensemble de l'économie	0,1	-0,5	1,4	1,7	2,9	3,8	.	4,2	4,0	3,4	.
Prix à l'importation	8,6	3,1	6,1	0,3	-6,7	-6,3	-2,6	-3,8	-3,2	-2,3	-1,1
Transactions courantes plus nouveau compte de capital (en % du PIB)	-0,2	-0,0	-0,0	0,0	0,1	-0,0	.	-0,2	-0,1	-0,1	.
Emploi total	-1,2	0,8	1,1	1,0	1,8	1,0	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1
Taux de chômage (en % de la population active)	10,5	9,8	8,8	8,3	7,3	6,3	6,2	6,3	6,0	5,9	5,9
Solde budgétaire (en % du PIB) ^{2) 3)}	-8,0	-6,8	-5,8	-4,4	-2,0	0,3	1,2	-	-	-	-
Dette brute consolidée (en % du PIB) ²⁾	45,5	48,7	52,1	52,6	50,8	48,4	46,0	-	-	-	-
Taux d'intérêt à trois mois (en % annuel) ⁴⁾	5,9	5,5	6,7	6,0	6,8	7,3	5,4	5,5	5,2	5,2	5,9
Taux d'intérêt à dix ans (en % annuel) ⁴⁾	7,5	8,2	8,3	7,9	7,1	5,6	5,0	4,4	4,8	5,4	5,5
Taux de change par rapport à l'écu ou à l'euro ^{4) 5)}	0,78	0,78	0,83	0,81	0,69	0,68	0,66	0,69	0,66	0,65	0,64

*Sources : Eurostat, Commission européenne, données nationales et calculs de la BCE**Note : Les comptes nationaux sont établis sur la base du SEC 95. Les données IPCH antérieures à 1995 sont des estimations basées sur des définitions nationales et ne sont pas totalement comparables avec les données IPCH à partir de 1995.**1) En points de pourcentage**2) Établi conformément à la définition du traité de Maastricht**3) Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques**4) Moyenne des valeurs de la période considérée**5) Unités de monnaie nationale pour un écu jusqu'à fin 1998 et pour un euro après cette date*

(RPIX), s'est élevé à 2,3 % en 1999, contre 2,7 % en 1998. L'inflation annuelle moyenne, mesurée par l'IPCH, a atteint 1,4 % en 1999, soit 0,3 point de pourcentage de plus que la moyenne annuelle de la zone euro, contre 1,6 % en 1998. Cependant, à la fin de 1999 et au début de 2000, la hausse de l'IPCH était largement inférieure à la moyenne de la zone euro. Un certain nombre de facteurs peuvent avoir contribué à contenir les évolutions des prix, comme l'appréciation de la livre sterling, une intensification de la concurrence dans le secteur de la distribution, et de nouvelles pressions de la part des organismes de tutelle des sociétés fournissant des services collectifs pour abaisser les prix pratiqués dans ces industries. Alors que l'inflation globale

est restée modérée, les prix des logements ont augmenté plus rapidement, soutenus par les taux hypothécaires historiquement faibles et l'amélioration de la situation et des perspectives économiques.

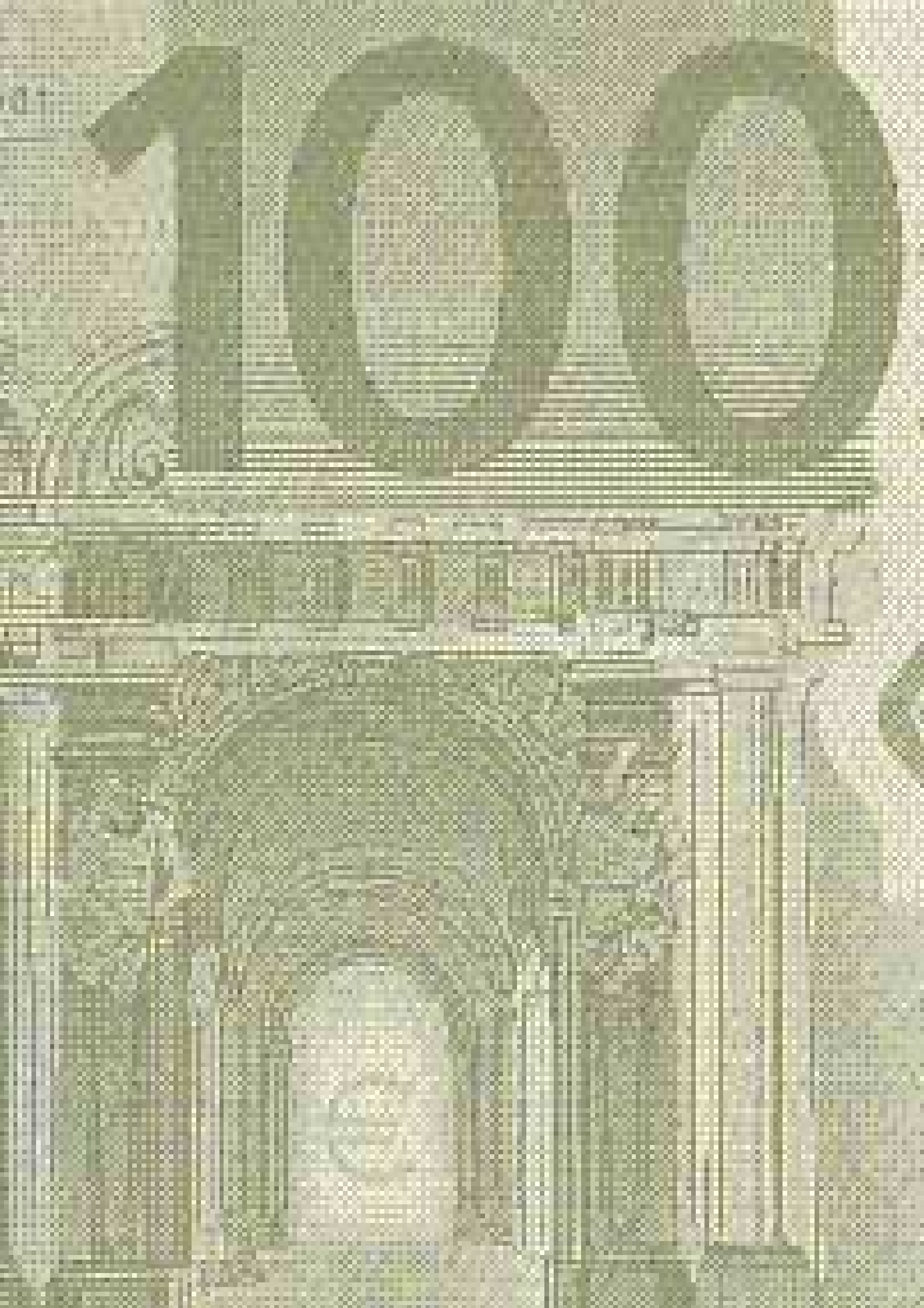
En 1999, le solde des administrations publiques par rapport au PIB a affiché un excédent de 1,2 %, contre 0,3 % en 1998. Les dépenses publiques sont revenues à 39,9 % du PIB, contre 40,3 % du PIB en 1998, tandis que les recettes ont légèrement augmenté, passant de 40,5 % du PIB à 40,6 % du PIB. Le ratio de la dette publique rapportée au PIB est revenu de 48,4 % en 1998 à 46 % en 1999.

En 1999, le gouvernement britannique a continué d'assigner à la politique monétaire de la Banque d'Angleterre l'objectif d'une cible d'inflation de 2,5 % du RPIX. Le taux des pensions de la Banque, qui s'élevait à 6,25 % au début de 1999, a été progressivement ramené à 5 % en juin, reflétant la faiblesse de l'économie au début de l'année et l'effet probable de celle-ci sur l'inflation future. Toutefois, du 8 septembre 1999 au 10 février 2000, les taux d'intérêt officiels ont été relevés, en quatre phases (de 25 points de base chaque fois), à 6 %. Ce relèvement traduit les inquiétudes quant aux risques de recrudescence de l'inflation à l'avenir au vu de la vigueur de la demande mondiale, de la consommation intérieure, y compris les effets résultant du marché du logement, ainsi que les tensions toujours présentes sur le marché du travail. Les taux d'intérêt à court terme de marché ont reculé d'environ 1 point de pourcentage, à 5,1 %, durant les huit premiers mois de 1999, avant de remonter à 6,2 % à la fin de février 2000. L'écart de taux d'intérêt

par rapport aux pays de la zone euro s'est établi à 260 points de base à la fin de février 2000.

La livre sterling s'est considérablement raffermie vis-à-vis de l'euro en 1999. Cette appréciation pourrait être due en partie aux divergences conjoncturelles entre l'économie du Royaume-Uni et celle de la zone euro ces dernières années. En outre, la livre sterling a probablement été portée par la vigueur du dollar des États-Unis, en raison du lien historique fort qui unit le dollar et la livre sterling, et la vigueur de l'économie américaine.

Les taux d'intérêt à long terme ont augmenté de 1 point de pourcentage environ dans le courant de 1999 et se sont établis à 5,4 % à la fin de février 2000. L'écart des taux à dix ans par rapport aux taux comparables de la zone euro avait disparu à la fin de février 2000, alors qu'il était de 50 points de base au début de 1999.



Chapitre IV

La coopération européenne/ internationale et l'Eurosystème

I Les questions européennes

I.1 Relations bilatérales

Au cours de l'année 1999, la BCE a noué des relations étroites avec les banques centrales des pays voisins n'appartenant pas à l'UE. L'Eurosystème s'intéresse de près aux évolutions économiques de ces pays, en s'interrogeant en particulier sur le caractère soutenable de la croissance et des politiques orientées vers la stabilité, notamment en raison du rôle croissant de l'euro comme monnaie d'ancrage servant à caler leur politique monétaire et de change. C'est pourquoi le dialogue et la coopération qui se poursuivent avec les autorités monétaires de ces pays sont essentiels.

L'Eurosystème a porté une attention toute particulière à trois groupes d'États à l'intérieur de l'Europe :

- Premièrement, les pays candidats à l'adhésion, préparant leur entrée dans l'Union européenne (Bulgarie, Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie). Bien que le statut de pays candidat à l'adhésion ait été accordé à la Turquie lors du Conseil européen d'Helsinki des 10 et 11 décembre 1999, les conditions préalables au début des négociations ont encore à être remplies.
- Deuxièmement, les pays participant à l'Association européenne de libre échange (Islande, Liechtenstein, Norvège et Suisse) dont le degré d'intégration économique et institutionnelle à l'UE (telle qu'elle est établie en vertu de l'accord sur l'Espace économique européen et d'autres accords) est élevé.
- Troisièmement, les régions et territoires de la partie occidentale des Balkans, notamment le Kosovo et la république du Monténégro où, à la suite des conflits qui se sont déroulés en 1999 au Kosovo, des efforts ont été déployés, sur l'initiative de la communauté internationale, pour

promouvoir la paix et la sécurité dans la région et reconstruire l'économie.

Les pays candidats à l'adhésion

L'Eurosystème s'intéresse tout particulièrement aux perspectives d'adhésion de nouveaux membres à l'UE ainsi qu'à leur participation ultérieure au nouveau mécanisme de change européen (MCE II) et leur éventuelle adoption de l'euro après avoir pleinement satisfait aux conditions préalablement exigées. Dans ce contexte, un dialogue permanent entre l'Eurosystème et les banques centrales des pays candidats à l'accession est considéré comme essentiel en vue de leur future intégration dans le SEBC et, à terme, dans l'Eurosystème lui-même.

Les pays candidats officiellement reconnus jouissent déjà d'un statut spécial et entretiennent des relations étroites avec l'UE. Dans le courant de l'année 1999, l'UE et six pays candidats à l'adhésion (Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Pologne et Slovénie) ont entamé des négociations sur le « chapitre de l'UEM », c'est-à-dire sur la mise en œuvre des dispositions du Traité portant création de la Communauté européenne et des législations dérivées concernant l'Union économique et monétaire. L'UE a clairement annoncé son intention de ne pas accorder de « clause d'exemption » aux pays candidats à l'adhésion. De leur côté, les pays candidats à l'adhésion n'ont sollicité aucune disposition transitoire spécifique. En conséquence, l'étape préliminaire des négociations sur le chapitre de l'UEM a été clôturée. Les négociations avec six autres pays candidats à l'adhésion (Bulgarie, Lettonie, Lituanie, Malte, Roumanie et Slovaquie) ont débuté en février 2000. Le calendrier précis de l'adhésion à l'UE n'a pas encore été établi, même si le Conseil européen d'Helsinki est convenu, en décembre 1999, que « l'Union devrait être en mesure d'accueillir de nouveaux États membres à partir de la fin de 2002 dès que

ceux-ci auront montré qu'ils sont capables d'assumer les obligations de l'adhésion et que les négociations auront été menées à bonne fin ».

L'Eurosystème ne participe pas directement au processus de négociation. Toutefois, son association, sous une certaine forme, au processus d'élargissement est nécessaire, notamment au regard des questions qui relèvent du champ de compétence exclusif ou partagé de l'Eurosystème, comme la politique monétaire, la gestion des réserves de change, la politique de change, les systèmes de paiement, la collecte de certaines données statistiques et la stabilité financière.

Pour ce qui concerne les questions relevant particulièrement de l'Eurosystème, le processus d'adhésion peut être décomposé en quatre étapes distinctes dont chacune doit être considérée séparément.

Premièrement, avant l'adhésion à l'UE, les pays candidats garderont la possibilité de poursuivre leurs politiques monétaires et de change en toute indépendance. L'Eurosystème suivra avec attention ces politiques et les évolutions dans les pays candidats à l'adhésion, notamment dans l'optique de leur future participation à l'UE. Les pays candidats devront faire en sorte que l'« acquis communautaire » (désigné aussi depuis peu de temps sous le terme d'« acquis de l'Union ») lié à l'UEM soit transposé dans les législations nationales et effectivement entré en vigueur avant l'adhésion.

Pendant la phase de préadhésion, les pays candidats devront satisfaire aux critères d'adhésion fixés lors du Conseil européen de Copenhague en 1993. Ceux-ci requièrent, entre autres, « l'existence d'une économie de marché viable et la capacité de faire face à la pression concurrentielle et aux forces du marché à l'intérieur de l'Union » et « la capacité d'assumer les obligations de l'adhésion, notamment de souscrire aux objectifs de l'Union économique et monétaire ».

Le respect des « critères de Copenhague » précités exige de la part des pays candidats à l'adhésion qu'ils entreprennent de nombreuses réformes structurelles et qu'ils achèvent la transition entre leur ancien statut d'économie planifiée et celui d'économies de marché viables, mettant en œuvre un processus de *convergence réelle*, qui est nécessaire pour améliorer leur niveau de vie et poursuivre l'intégration de leurs économies au sein de l'UE. Même si le respect des critères de convergence nominale de Maastricht n'est pas un préalable obligatoire pour l'entrée dans l'UE l'« adhésion aux objectifs » de l'UEM implique aussi la volonté de s'efforcer de réaliser des progrès graduels dans la convergence nominale et dans la mise en œuvre des politiques monétaire et budgétaire axées sur la stabilité. En définitive, convergences réelle et nominale sont les deux composantes de la même stratégie visant à promouvoir une croissance économique soutenable non inflationniste et doivent en conséquence être poursuivies parallèlement.

Deuxièmement, dès leur adhésion à l'UE, les nouveaux États membres entreront dans l'Union économique et monétaire, mais avec le statut spécial d'« État membre bénéficiant d'une dérogation ». Cela signifie concrètement que, selon les termes du Traité portant création de la Communauté européenne, ils devront traiter leur politique de change comme un problème d'intérêt commun (article 124) et considérer leur politique comme une question d'intérêt commun (article 99). Toutefois, ils n'introduiront pas immédiatement l'euro, et la politique monétaire dans leurs territoires respectifs relèvera toujours de la responsabilité des banques centrales nationales. Sur le plan institutionnel, les banques centrales des nouveaux pays de l'UE deviendront membres du SEBC. Comme actuellement les banques centrales du Danemark, de Grèce, de Suède et du Royaume-Uni, elles seront représentées au Conseil général de la BCE mais non au Conseil des gouverneurs, l'instance suprême de décision de la BCE. Les banques centrales

devront, entre autres, contribuer au fonctionnement de l'appareil statistique du SEBC et permettre la consolidation de leurs comptes quand elles auront rejoint la zone euro (les autres missions du Conseil général de la BCE sont répertoriées au chapitre XI section 2.3).

Troisièmement, *après avoir rejoint l'UE*, même si ce n'est pas nécessairement dès l'adhésion, le nouvel État membre est censé participer au MCE II qui lie les monnaies des pays membres non participants (actuellement la couronne danoise et la drachme grecque) à l'euro. Pour ce qui concerne les conditions d'entrée dans le MCE II, les caractéristiques de ce mécanisme présentent assez de souplesse pour que soit ménagée la possibilité de prendre en compte les particularités économiques des différents pays.

Enfin, les nouveaux États membres seront en mesure de participer pleinement à la zone euro. Leur participation sera subordonnée dans chaque cas à un examen de la situation de convergence, auquel il sera procédé au moins une fois tous les deux ans ou à la demande des pays eux-mêmes. Quand ils satisferont aux conditions nécessaires telles qu'elles sont exposées dans le Traité de Maastricht, ils adopteront l'euro.

Les progrès des pays candidats à l'adhésion vers l'introduction de l'euro ne seront pas nécessairement uniformes. Étant donné la disparité des situations de départ et des degrés atteints dans le processus de transition économique, il devrait être possible d'adopter une pluralité d'approches sans compromettre l'égalité de traitement. La mise en œuvre des critères de convergence nominale doit permettre de fournir à ces pays des repères clairs qui leur sont nécessaires pour mettre leur économie à niveau au regard des normes et des objectifs finals de l'UEM.

L'Eurosystème se tient prêt à fournir des conseils à ces pays dans la poursuite de la réalisation des réformes structurelles appropriées et des politiques axées sur la

stabilité conformément aux critères d'adhésion et de convergence. L'Eurosystème souhaite également fournir, dans son champ de compétence, une assistance technique aux pays candidats à l'adhésion. En fait, plusieurs banques centrales de la zone euro (BCN) procurent déjà un soutien technique aux banques centrales des pays candidats dans un grand nombre de domaines et elles vont continuer à le faire. On s'attend que les demandes d'assistance technique de la part des pays candidats à l'adhésion s'accroîtront à la suite des travaux préparatoires à leur intégration dans le SEBC et, ultérieurement, dans l'Eurosystème. En conséquence, l'Eurosystème est en train de mettre au point des procédures appropriées pour faire face à cette demande croissante d'une manière coordonnée, tout en faisant en sorte que tous les pays candidats à l'adhésion reçoivent le soutien nécessaire. Dans ce contexte, toutes les ressources et toutes les compétences disponibles au sein de l'Eurosystème devront être pleinement exploitées, et il faudra veiller à ce que des approches et des stratégies cohérentes soient adoptées.

Le séminaire d'Helsinki sur le processus d'adhésion

Afin d'amorcer un dialogue avec les autorités monétaires des pays candidats à l'adhésion, un séminaire sur le processus d'adhésion s'est tenu à un niveau élevé du 10 au 12 novembre 1999 à Helsinki. Il réunissait les représentants de l'Eurosystème, les gouverneurs et sous-gouverneurs des banques centrales de Bulgarie, Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie. Le séminaire a été organisé conjointement par la BCE et Suomen Pankki, la Banque de Finlande.

L'objectif du séminaire était d'aborder les questions intéressant les banques centrales en rapport avec le processus d'adhésion, d'identifier les domaines où se posent les problèmes principaux et de promouvoir une coopération entre l'Eurosystème et les

banques centrales des pays candidats à l'adhésion.

Les discussions fructueuses et approfondies ont couvert un vaste éventail de questions, allant de l'adoption de l'acquis communautaire lié à l'UEM aux stratégies de change des pays candidats à l'adhésion et aux exigences à satisfaire afin de parvenir à un fonctionnement harmonieux des systèmes bancaires et des marchés financiers.

D'autres manifestations similaires seront organisées au cours de ces prochaines années, et dès l'année 2000 à Vienne.

Séminaires réunissant les banques centrales des pays candidats organisés par la BCE

À la suite du séminaire d'Helsinki, la BCE a organisé un certain nombre de rencontres multilatérales spécialisées. Celles-ci forment un des volets d'une stratégie structurée de contacts multilatéraux, à la fois au niveau politique (c'est-à-dire au niveau des gouverneurs et des sous-gouverneurs) et au niveau des experts, sur tous les sujets relevant du domaine de compétence de la BCE.

Ces rencontres multilatérales ont été complétées par des visites de délégations des banques centrales des pays candidats à l'adhésion à la BCE, qui ont permis de procéder à des échanges de vues plus précis au niveau des équipes de direction et du personnel, notamment dans la perspective de la future incorporation de ces banques centrales au SEBC. La BCE envisage d'intensifier la coopération tant bilatérale que multilatérale avec les banques centrales des pays candidats.

Relations avec les banques centrales des pays de l'AELE

En 1999, la BCE a continué d'entretenir des relations régulières avec les banques centrales d'Islande, de Norvège et de Suisse, ce qui s'est

traduit par la tenue de réunions régulières deux fois par an au niveau des gouverneurs. Un vaste ensemble de questions d'intérêt commun est évoqué lors de ces réunions.

La BCE a également conclu avec la Banque de Norvège un accord de swap effectivement entré en vigueur le 1^{er} janvier 1999, pour une période de douze mois. Cet accord remplace des accords de swap bilatéraux correspondants entre la Banque de Norvège et les BCN de la zone euro. À la demande de la Banque de Norvège, le Conseil des gouverneurs a décidé en décembre 1999 de renouveler les accords de swap pour l'année 2000, pour un montant de 1 500 millions d'euros.

Évolution monétaire dans la partie occidentale des Balkans

Dans le cadre des efforts poursuivis par la Mission intérimaire des Nations unies pour l'administration du Kosovo (MINUK) à l'issue du conflit, cette dernière a décidé que le mark allemand serait la « monnaie utilisée pour les règlements effectués au profit des pouvoirs publics » et elle a rendu libre la dénomination des contrats et des autres transactions volontaires dans « toute monnaie étrangère qui est largement acceptée sur le territoire du Kosovo ». En pratique, les billets en mark allemand servaient déjà de principal moyen de règlement des transactions en numéraire et de réserve de valeur au Kosovo avant même l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation.

Le 2 novembre 1999, le gouvernement de la République du Monténégro a annoncé que « le mark allemand est introduit comme moyen de paiement au Monténégro à côté du dinar yougoslave ». Au Monténégro, comme au Kosovo, les billets libellés en mark allemand ont traditionnellement joué un rôle essentiel comme réserve de valeur et comme instrument de paiement.

On peut cependant objectivement considérer que, au Kosovo comme en république du

Monténégro, toute référence juridique au mark allemand peut s'appliquer à l'euro. Les autorités respectives ont pris unilatéralement ces décisions, sans que l'Eurosystème ne soit impliqué, aussi bien au regard des obligations juridiques que de contraintes en matière de politique économique.

1.2 La coordination des politiques économiques dans l'Union européenne

La BCE est intervenue dans les débats portant sur la mise en place d'un cadre cohérent de coordination en participant à un certain nombre d'instances, telles que le Comité économique et financier et le Comité de politique économique.

La pertinence et la justification de la coordination des politiques économiques nationales au sein de l'UEM

L'Union économique et monétaire (UEM), comme il est stipulé dans le Traité, institue une politique monétaire unique dans la zone euro et, pour remplir cet objectif, elle a créé le SEBC. Toutefois, le volet économique de l'UEM n'a pas donné lieu à une politique économique unique. Le Traité engage plutôt les États membres à « considérer leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun » (article 99). Afin de rendre ce principe opérationnel, certaines dispositions du Traité recommandent la fixation d'orientations communes de politique économique (les Grandes orientations de politique économique) et la mise en place d'un mécanisme de surveillance multilatérale. À la suite de l'introduction de l'euro, les États membres se sont efforcés de donner corps à ce cadre fixé par le Traité en développant de nouvelles procédures de coordination (telles que le Pacte de stabilité et de croissance) et en affinant encore celles qui existaient déjà.

Alors que la création du marché unique de la Communauté européenne avait déjà été à l'origine d'un degré sans précédent d'intégration économique entre les États membres de l'UE, l'introduction de l'euro a fait de l'évolution économique dans les États membres de la zone euro un motif de préoccupation plus direct et plus immédiat pour les responsables nationaux de la politique économique. Les décisions de politique économique prises dans un pays donné peuvent être à l'origine d'« effets de contagion » touchant les autres États membres de la zone euro, notamment par le biais du marché unique des capitaux de la zone euro et des changements de perception des opérateurs de marché. Par exemple, une politique budgétaire peu rigoureuse dans un pays peut entraîner des tensions sur les taux d'intérêt à long terme, qui peuvent à leur tour compromettre les conditions de l'activité économique à travers la zone euro.

À première vue, les arguments en faveur d'une coopération plus étroite des politiques économiques paraissent clairs. Dans la mesure où la responsabilité de la conduite de politiques économiques interdépendantes est confiée à différents acteurs, la coordination pourrait contribuer à réduire les effets de contagion indésirables, créer une pression morale, faciliter les échanges de bonnes pratiques et engendrer ainsi des effets favorables en termes de bien-être. Toutefois, pour que les bénéfices de la coordination des politiques économiques puissent être engrangés, il est essentiel que la coordination prenne une forme appropriée et soutienne les forces de « coordination » des marchés au lieu de les contrarier. Dans le cadre actuel de l'UEM, les procédures de coordination vont des approches reposant davantage sur des règles strictes (comme par exemple le Pacte de stabilité et de croissance) à d'autres plus discrétionnaires et moins formelles axées sur le dialogue politique (comme par exemple le « processus de Cardiff » pour le suivi des réformes structurelles).

Le rôle de l'Eurosystème dans le cadre de la politique économique de l'UE

Le rôle de l'Eurosystème est déterminé par les dispositions du Traité régissant son statut et ses activités, notamment en ce qui concerne son indépendance et son objectif principal de maintien de la stabilité des prix. En conséquence, l'Eurosystème ne peut s'engager dans une quelconque forme d'accord visant à promouvoir un dosage donné de politiques économiques, dans la mesure où cela contraindrait l'Eurosystème à poursuivre une politique économique susceptible d'entrer en conflit avec l'objectif principal de la stabilité des prix.

La séparation claire des responsabilités entre les autorités monétaires et les gouvernements en matière de politique économique s'enracine dans la conviction – confirmée par des décennies d'expérience pratique et les conclusions d'un grand nombre d'études économiques – qu'assigner à la politique monétaire le maintien de la stabilité des prix comme objectif principal contribue notablement à parvenir à celle-ci d'une manière crédible et durable. En ce sens, la politique monétaire offrira la meilleure contribution possible à la réalisation des objectifs économiques plus larges de l'Union européenne et de ses citoyens.

Dans la mesure où la coordination de la politique économique dépend essentiellement de la coopération entre les États membres eux-mêmes, la contribution de la BCE au processus global de coordination réside dans un dialogue avec les instances européennes compétentes, notamment le Conseil des ministres et le Groupe Euro II au sein desquels des échanges de vues et d'informations ont lieu. Dans ce dialogue, les prérogatives et l'indépendance des acteurs politiques sont respectées.

Les instruments et les instances de coordination de la politique économique

La coordination de la politique économique dans l'UE s'organise selon un cycle politique annuel axé sur les Grandes Orientations de politique économique. Ces orientations, qui sont approuvées chaque année par le Conseil européen, sont destinées à baliser la politique économique et à énoncer des recommandations spécifiques à chaque État membre. Les Grandes orientations de politique économique constituent le pivot de toutes les procédures de coordination existantes, en les unifiant au sein d'une structure hiérarchique unique et en les soumettant à un calendrier commun. Les procédures spécialisées de coordination s'appliquent à la politique budgétaire (dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance), à la politique de l'emploi (généralement appelée « processus de Luxembourg ») et aux politiques de réforme structurelle (généralement appelées « processus de Cardiff »), chacun de ces volets comportant un ensemble distinct de règles et d'enceintes de coordination. En outre, le Pacte européen pour l'emploi a institué un Dialogue macroéconomique, qui est décrit plus en détail dans la section 1.3. ci-après.

Conformément aux conclusions du Conseil européen de Luxembourg de 1997, la principale instance de coordination de la politique économique est le Conseil des ministres de l'Économie et des Finances (Ecofin) qui, notamment, adopte la recommandation exposant les Grandes orientations de politique économique et exprime des avis sur les programmes de stabilité et de convergence. En vertu des dispositions du Traité (article 113), le président de la BCE doit être invité aux sessions du Conseil de l'UE chaque fois que des sujets se rapportant aux objectifs et aux missions du SEBC sont à l'ordre du jour. Les membres du Directoire de la BCE assistent ponctuellement aux réunions du Conseil afin de participer aux échanges de vues portant sur des questions économiques générales au sens le plus large. De plus, des séances et

réunions informelles tant de l'Ecofin que du groupe Euro 11 – auxquelles la BCE peut être invitée et l'a effectivement été – permettent un échange de vues fondé sur la franchise et constituent un cadre approprié pour un dialogue ouvert entre les ministres et la BCE.

1.3 Le dialogue macroéconomique

Lors de sa réunion des 3 et 4 juin à Cologne, le Conseil européen a pris l'initiative d'établir un Pacte européen pour l'emploi destiné à réaliser une réduction durable du chômage. Le Pacte européen pour l'emploi est spécifiquement fondé sur trois piliers qui sont considérés comme des processus à long terme devant être développés au fil du temps et à la lumière de circonstances variables. Ces trois piliers consistent en deux initiatives déjà existantes, à savoir les processus de Luxembourg et de Cardiff (cf. ci-dessus) et un nouveau pilier, le processus de Cologne, réunissant les États membres, la Commission européenne, les autorités monétaires et les partenaires sociaux au niveau de l'Union européenne dans le cadre d'un Dialogue macroéconomique régulier.

La BCE a participé aux premières réunions du Dialogue macroéconomique aux niveaux à la fois technique et politique, le 29 octobre et le 8 novembre 1999 respectivement, et continuera de prendre part aux futures réunions.

Champ et objectif

Dans le contexte des travaux préparatoires à l'élaboration du Pacte européen sur l'emploi, il a été convenu que l'établissement d'un Dialogue macroéconomique ne devrait pas se traduire par la création de nouvelles institutions ni de procédures complexes. On a toutefois considéré qu'il était utile d'organiser un forum au sein duquel les différents acteurs de la politique économique pourraient être informés des évolutions intervenant dans les autres domaines qui pouvaient les intéresser. On a aussi considéré

qu'un échange de vues régulier entre les différents acteurs de la politique économique constituait un outil essentiel pour la promotion d'une meilleure compréhension mutuelle propice à la mise en place de conditions appropriées pour une croissance plus rapide, non inflationniste et s'accompagnant d'une baisse durable du chômage.

La résolution du Conseil sur le Pacte européen pour l'emploi stipule clairement que les Grandes orientations de politique économique doivent rester « l'instrument central de la coordination de la politique économique dans l'UE ». En outre, les orientations appropriées pour les diverses politiques macroéconomiques sont décrites en ces termes dans la même résolution : « La contribution de *la politique budgétaire* est indispensable pour que les objectifs du Pacte de stabilité et de croissance soient atteints, ceux-ci impliquant que les soldes budgétaires soient à coup sûr ramenés à un quasi équilibre ou deviennent excédentaires à moyen terme. *Les salaires* doivent progresser à un rythme soutenable, compatible avec la stabilité des prix et la création d'emplois. L'objectif principal de *la politique monétaire* est de maintenir la stabilité des prix. À cette fin, il est essentiel que la politique monétaire reçoive le soutien d'une politique budgétaire et d'une politique salariale conformes aux objectifs décrits ci-dessus ».

Les principes régissant la participation de la BCE

Dès le début, la BCE a exprimé sa volonté de participer au dialogue de politique macroéconomique afin d'échanger des informations et des avis avec les responsables des politiques budgétaire et structurelle et les partenaires sociaux négociant les accords de salaires. Néanmoins, il fallait faire en sorte que cette participation n'entre pas en conflit avec l'indépendance de la BCE telle qu'elle est stipulée dans l'article 108 (ex article 107) du Traité, qui interdit à celle-ci de solliciter ou d'accepter des instructions émanant d'une

institution ou d'un organisme quelconque dans l'accomplissement de ses missions ou la mise en œuvre de ses objectifs. Dans cette optique, le Conseil européen a pris acte de la nécessité de respecter l'indépendance de la BCE, comme de celle de tous les participants, dans sa résolution sur le Pacte européen pour l'emploi.

Le rôle de la BCE dans le dialogue

La BCE a identifié un certain nombre de moyens par lesquels elle pourrait le mieux contribuer au Dialogue macroéconomique.

Premièrement, la BCE peut fournir une large évaluation des perspectives économiques et, compte tenu de ce contexte, expliquer la logique sous-tendant ses décisions de politique monétaire. Deuxièmement, le Dialogue macroéconomique offre une occasion à la BCE d'exposer ses vues sur les principaux défis de politique économique qui se présentent et sur la direction qu'il convient d'imprimer aux politiques macroéconomique et structurelle pour atteindre l'objectif ultime de croissance soutenable et du haut niveau d'emploi dans un environnement de stabilité des prix.

2 Les questions internationales

L'introduction de l'euro implique un transfert de certaines compétences de base relevant des banques centrales du niveau national au niveau communautaire. C'est pourquoi, à l'exception de la politique des changes, qui relève de la responsabilité conjointe du Conseil de l'Ecofin et de l'Eurosystème, et des politiques de surveillance bancaire, auxquelles l'Eurosystème contribue, la politique monétaire et les missions de banque centrale qui lui sont liées (comme par exemple la gestion des réserves de change) relèvent de la compétence exclusive de l'Eurosystème. Sur les sujets liés aux missions exclusives de l'Eurosystème, la représentation internationale incombe uniquement à l'Eurosystème, habituellement au travers de la BCE, tandis que la participation des banques centrales nationales de la zone euro varie en fonction de leur participation ou non aux forums concernés.

Pour être appropriés, les dispositifs en matière de représentation internationale de la zone euro doivent prendre en compte deux caractéristiques spécifiques. La première a trait au fait que la participation aux différentes instances (par exemple G7 ou G10) varie d'un État membre à l'autre, ce qui se reflète également au niveau de la banque centrale. La seconde découle du fait

que la structure des institutions intergouvernementales telles que le FMI ou l'OCDE repose sur le principe de l'adhésion du pays.

Dans ce contexte, des dispositifs ont été mis en œuvre en 1998 et au début de 1999 afin d'établir des relations de travail entre la BCE et les institutions et forums internationaux concernés. Ces accords sont entrés en vigueur pour la première fois en 1999. Certains d'entre eux sont intervenus dans le contexte des modifications ayant affecté le cadre institutionnel de la coopération multilatérale (cf. section 2.1). La BCE a aussi commencé à développer des relations bilatérales avec plusieurs banques centrales n'appartenant pas à l'Union européenne (cf. section 2.2). Dans ce contexte, la BCE s'est essentiellement intéressée à deux questions en 1999 : la consolidation de l'architecture du système monétaire et financier international (cf. section 2.3) et le rôle international de l'euro (cf. section 2.4).

2.1 Les activités de la BCE dans le domaine de la coopération multilatérale

Le Fonds monétaire international (FMI)

La BCE participe aux activités du FMI en qualité d'observateur, à la fois au niveau du Comité monétaire et financier international (CMFI) (anciennement Comité intérimaire) et à celui du Conseil d'administration du FMI.

Le Conseil des gouverneurs du FMI a décidé, le 30 septembre 1999, de transformer le Comité intérimaire du FMI en un Comité monétaire et financier international (CMFI). Par rapport à son prédécesseur, le nouveau Comité a été doté d'un statut permanent, ce qui se traduit par l'organisation de réunions préparatoires au niveau des suppléants. En dehors de ces changements, la création du CMFI n'a guère eu d'incidence sur le cadre institutionnel actuel du FMI, le Conseil des gouverneurs restant la plus haute instance de décision, déléguant la gestion quotidienne au Conseil d'administration. Le CMFI, comme l'ancien Comité intérimaire, conseillera et rendra compte au Conseil des gouverneurs pour les questions relatives à la surveillance de la gestion et à l'adaptation du système monétaire et financier international. Plusieurs observateurs participent aux réunions du CMFI, dont le président de la BCE.

Afin que la BCE ait la possibilité d'être représentée au Conseil d'administration du FMI, son président a désigné le 8 février 1999 un représentant permanent de la BCE à Washington D.C, ayant le statut d'observateur au FMI.

Dans le cadre de son mandat (cf. encadré 6), l'observateur de la BCE a notamment représenté l'Eurosystème lors de la réunion du 26 mars 1999 au cours de laquelle le premier rapport sur *Les politiques monétaires et de change de la zone euro* a fait l'objet d'un débat. Ultérieurement, une Note d'information au public (NIP) a été publiée par le FMI, le 23 avril 1999, présentant au public l'évaluation, par le Conseil

d'administration du FMI, des politiques économiques de la zone euro. Dans le contexte d'un prochain cycle de consultations en 2000, la zone euro participera au projet pilote de publication volontaire du rapport des services du FMI consacré aux politiques monétaires et de change de la zone euro. Ce projet pilote constitue un élément important qui s'inscrit dans le cadre des efforts menés actuellement par le FMI pour améliorer la transparence et qui reçoivent l'entier soutien de l'Eurosystème, des ministres des Finances du G7, des gouverneurs de banques centrales ainsi que des groupes qui leur sont liés (Forum sur la stabilité financière, G20).

Les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale du G7

Le président de la BCE a représenté la zone euro, conjointement avec la présidence de l'UE, au cours des trois réunions des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G7 qui ont eu lieu en 1999.

Le président de la BCE a représenté l'Eurosystème dès lors que des questions relatives aux taux de change et à la surveillance multilatérale étaient abordées. Les gouverneurs des banques centrales des pays du G7 appartenant à la zone euro (Allemagne, France, Italie) ont participé aux réunions du G7 consacrées à l'examen des progrès réalisés dans la consolidation de l'architecture financière internationale. À l'issue de leurs débats, les ministres des Finances du G7 ont publié un rapport pour le Sommet économique de Cologne, le 18 juin 1999, sur « la consolidation de l'architecture financière internationale ».

Le Forum sur la stabilité financière (FSF)

Lors de leur réunion de février 1999 à Bonn, les ministres des Finances et les gouverneurs de banques centrales du G7 ont approuvé la recommandation émise dans le Rapport Tietmeyer de mise en place du FSF. Celui-ci a pour objectif d'évaluer les points de

vulnérabilité du système financier international, de déterminer et de surveiller les actions nécessaires pour y remédier et d'améliorer la coordination et l'échange d'informations entre les différentes autorités responsables de la stabilité financière. Le FSF se compose des autorités nationales responsables de la stabilité financière dans les pays du G7 (à savoir les ministres des Finances, les banques centrales et les autorités de surveillance). Plusieurs institutions et groupes sont aussi membres du FSF, parce qu'ils sont concernés par la stabilité financière soit en tant qu'organismes chargés d'établir des normes soit parce qu'ils

sont impliqués dans la surveillance et le suivi des systèmes financiers (la BRI, le FMI, la Banque mondiale et l'OCDE notamment). La BCE participe au FSF en qualité d'observateur.

Lors de sa réunion du 15 septembre 1999, le FSF a élargi le cercle de ses participants à quatre pays extérieurs au G7 représentant des places financières de première importance (Pays-Bas, Singapour, Australie et Hong Kong).

Le FSF s'est réuni deux fois en 1999. À la suite de sa réunion d'avril, trois groupes de travail

Encadré 6

Fonction et activités de représentation permanente de la BCE à Washington

Le Conseil d'administration du Fonds monétaire international (FMI) a décidé, le 21 décembre 1998, d'accorder à la BCE le statut d'observateur. En vertu de cette décision, l'observateur de la BCE bénéficie d'une invitation permanente à représenter l'Eurosysteme lors des réunions du Conseil d'administration du FMI, au cours desquelles sont abordées les questions relatives aux politiques monétaire et de change de la zone euro. Il s'agit notamment :

- des réunions qui font partie du processus de surveillance avec les autorités de la zone euro, à savoir la surveillance, au titre de l'article IV, des politiques monétaire et de change communes de la zone euro et des politiques des différents États membres de la zone euro ;
- du rôle de l'euro dans le système monétaire international ;
- du processus de surveillance multilatérale du FMI (perspectives économiques mondiales, marchés internationaux de capitaux, évolution de l'économie et des marchés mondiaux).

En outre, l'observateur de la BCE est invité à participer, au cas par cas, aux réunions concernant les questions que la BCE et le FMI reconnaissent comme étant de leur intérêt mutuel pour l'exécution de leurs mandats respectifs. Dans ce contexte, la BCE a créé une représentation permanente à Washington D.C.

Les activités de représentation de la BCE ayant trait à ce statut d'observateur auprès du FMI consistent notamment à participer aux réunions du Conseil d'administration du FMI qui portent sur des sujets ressortissant aux catégories précitées et à exercer le rôle de principal contact entre le FMI et la BCE sur d'autres questions d'intérêt commun. Le représentant accompagne également les délégations du FMI durant leurs missions à la BCE, dans le cadre de la surveillance du FMI, au titre de l'article IV, des politiques monétaire et de change communes de la zone euro. De plus, en tant que membre de la délégation de la BCE aux assemblées annuelles du FMI et aux réunions du Comité international monétaire et financier, qui ont lieu au printemps, le représentant assiste le Président de la BCE, qui participe à ces réunions en qualité d'observateur.

La représentation de la BCE à Washington D.C. entretient des relations avec les autorités américaines, notamment le Système fédéral de réserve. En outre, elle rassemble des informations relatives aux évolutions aux États-Unis et fournit des informations aux parties concernées sur les sujets relatifs à la zone euro. Dans le cadre de ces attributions, le représentant maintient des contacts avec la communauté financière, l'université et les instituts d'études aux États-Unis.

ont été mis en place afin d'analyser les questions liées à la stabilité financière : les institutions à fort effet de levier, les flux de capitaux et les centres financiers extra-territoriaux. Ces groupes ont rédigé des rapports provisoires destinés aux membres du FSF, qui ont été présentés lors de la réunion de septembre 1999 (cf. section 2.3 pour plus de précisions). Lors de cette réunion, le FSF a également donné son accord pour l'établissement d'un groupe de travail sur la mise en œuvre des normes et un groupe d'étude sur les dispositifs d'assurance des dépôts.

Le G20

Lors de sa réunion de septembre, le G7 a annoncé la création de ce qu'il est convenu d'appeler le groupe du G20. Le lancement de ce nouveau forum a été décidé dans une optique d'élargissement du dialogue informel sur les grandes questions économiques et financières entre les économies dont l'importance est significative sur le plan systémique. La présidence de l'UE et le président de la BCE participent tous deux à ce nouveau forum ainsi que les ministres et les gouverneurs de banque centrale des pays appartenant au G7 et des pays suivants : Argentine, Australie, Brésil, Chine, Inde, Indonésie, Corée du Sud, Mexique, Russie, Arabie Saoudite, Afrique du Sud et Turquie. Afin qu'une liaison soit effectivement établie avec le FMI et la Banque mondiale, le président de la Banque mondiale, le Directeur général du FMI et les présidents du CMFI et du Comité de développement ont été invités à participer en qualité de membres de plein droit du groupe.

La première réunion du G20 a eu lieu à Berlin les 15 et 16 décembre 1999, sous la présidence de Paul Martin, ministre des Finances du Canada. Les ministres et gouverneurs du G20 ont débattu du rôle et des objectifs du nouveau groupe. Ils sont convenus que le G20 constitue un forum utile pour des discussions informelles, alors que les institutions de Bretton Woods, notamment

le FMI, doivent rester les instances de décision pour les questions financières et monétaires internationales. De plus, ils ont identifié les principaux problèmes auxquels il convient de s'atteler au niveau tant national qu'international pour réduire les déséquilibres macroéconomiques et financiers. Dans ce contexte, la nécessité de conclure des accords de change qui soient compatibles avec les politiques macroéconomiques et structurelles nationales a été soulignée. De la même manière, on a estimé qu'une amélioration de la gestion globale des avoirs et des engagements extérieurs publics et privés contribuerait à réduire la sensibilité aux chocs. En outre, le G20 s'est lui-même engagé à être à l'avant-garde dans la mise en œuvre des codes et des normes (cf. section 2.3). La prochaine réunion des ministres et gouverneurs du G20 aura lieu au Canada en automne 2000.

Les ministres et gouverneurs du G10

Le président de la BCE a participé à deux réunions des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale des pays du G10 (Belgique, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Suède, Suisse, Royaume-Uni et États-Unis). Leur réflexion a principalement porté sur la prévention et la gestion des crises financières internationales ainsi que sur l'intervention du secteur privé dans ce contexte (cf. section 2.3). Lors de leur réunion du 26 septembre 1999, les ministres et gouverneurs du G10 sont convenus d'entreprendre des travaux sur le processus actuellement en cours de consolidation du secteur financier.

Les gouverneurs des pays appartenant au G10 et les forums liés à la Banque des règlements internationaux

La BRI joue un rôle important en facilitant la coopération au sein de la communauté des banques centrales, notamment lors des réunions des gouverneurs des pays du G10, auxquelles participent le président de la BCE

et les gouverneurs des banques centrales de cinq États de la zone euro (Belgique, France, Allemagne, Italie et Pays-Bas). Les gouverneurs des pays du G10 procèdent régulièrement (sept fois par an) à un examen des évolutions monétaires et de politique économique générale et des principales tendances sur les marchés internationaux de capitaux. Les gouverneurs des pays du G10 donnent également des orientations aux Comités mis en place sous leur égide pour traiter de questions concernant la communauté des banques centrales. Les représentants de la BCE participent au Comité de Bâle sur le Contrôle bancaire, au Comité sur le Système financier mondial, au Comité sur les Systèmes de paiement et règlement, au Comité sur l'or et les changes, aux réunions périodiques de statisticiens de banques centrales, d'économistes, d'auditeurs internes et d'experts en banques de données ainsi qu'à tous les groupes de travail mis en place par ces comités.

Le 9 décembre 1999, la BCE est devenue actionnaire de la BRI par la souscription de 3 000 actions de la troisième tranche du capital de la BRI, en même temps que les banques centrales d'Argentine, d'Indonésie, de Malaisie et de Thaïlande.

L'Organisation de coopération et de développement économiques

En se fondant sur le protocole n° 1 de la convention de l'OCDE comme base juridique, le Secrétaire général de l'OCDE a confirmé en février 1999 que la BCE serait habilitée à participer aux travaux des différents comités et groupes de travail pouvant la concerner en qualité de membre distinct de la délégation de la Communauté européenne, parallèlement à la Commission européenne. La BCE a assisté aux réunions des comités et des groupes de travail suivants : le Comité de politique économique et ses groupes de travail (sous-groupes 1 et 3, Perspectives économiques à court terme), la Réunion des experts monétaires, le Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de

développement et le Comité des marchés financiers. À l'occasion de ses examens réguliers de la situation des différents pays dans le cadre du Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement, l'OCDE adapte son processus d'examen de la zone euro afin qu'il soit compatible avec le nouveau dispositif institutionnel. Les pays de la zone euro sont convenus du principe de compléter l'examen individuel des États membres de la zone euro par un examen périodique des évolutions et des politiques dans la zone euro par le Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement. Bien que les dispositions pratiques doivent encore être mises au point, un séminaire informel a été réuni pour passer en revue la politique monétaire et de change commune de la zone euro en 1999.

2.2 L'évolution des relations bilatérales entre la BCE et les pays ne faisant pas partie de l'Union européenne

Durant sa première année de fonctionnement, la BCE a établi un grand nombre de contacts bilatéraux et de relations de travail avec les banques centrales et autres institutions des pays ne faisant pas partie de l'Union européenne.

Les membres du Directoire se sont rendus notamment dans plusieurs pays asiatiques au cours de 1999. À cette occasion, ils ont examiné des questions d'intérêt commun ainsi que les implications, pour la région asiatique, de l'introduction de l'euro.

Le Directoire a reçu, dans les locaux de la BCE à Francfort, un certain nombre de délégations officielles des pays n'appartenant pas à l'Union européenne. La BCE a ainsi accueilli, les 15 et 16 janvier 1999, la réunion Asie-Europe des ministres des Finances (ASEM). Plusieurs représentants de haut niveau des pays latino-américains se sont également rendus à la BCE dans le courant de l'année.

2.3 L'architecture du système monétaire et financier international

Conformément aux accords relatifs à la représentation internationale de l'Euro-système, la BCE a pris part aux nouvelles initiatives et aux progrès réalisés jusqu'à présent en matière de renforcement de l'architecture du système monétaire et financier international. Depuis la crise mexicaine de 1994-1995 et à la suite des crises financières qui ont affecté les économies d'Asie de l'Est en 1997-1998, la communauté internationale a entrepris des travaux destinés à promouvoir une plus grande stabilité du marché mondial des capitaux. En 1999, dans le contexte d'une amélioration significative des perspectives économiques mondiales, d'autres progrès ont été réalisés dans la mise en œuvre de mesures déjà entérinées et de nouvelles initiatives ont été approuvées.

Transparence, codes et normes

Le renforcement de la transparence et de l'obligation de rendre compte des secteurs public et privé constitue le progrès le plus visible. Les initiatives en la matière ont pour but d'accroître le champ et la qualité des informations afin de contribuer à un meilleur processus de décision aux niveaux privé et public, ce qui renforcerait la stabilité financière. Outre l'amélioration du dispositif de collecte et de diffusion des données tant par le secteur public que par le secteur privé, la communauté internationale encourage de manière active le développement et la diffusion de codes et normes de bonnes pratiques dans différents domaines.

En ce qui concerne la transparence des données, plusieurs initiatives ont trait au processus de décision des institutions internationales. Des informations sont désormais communiquées, sur une base volontaire, concernant les programmes du FMI de soutien aux pays (lettres d'intention, documents-cadre de politique économique et, dans l'avenir, les *Poverty reduction strategy*

papers, rapports d'étape sur la mise en œuvre de la stratégie de réduction de la pauvreté, qui sont les documents fixant ce dispositif de la nouvelle *Facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance (FRPC)*) ainsi que la surveillance au titre de l'article IV (notes d'information au public faisant part du résultat des débats du Conseil d'administration du FMI). En avril 1999, le Conseil d'administration du FMI a lancé un projet-pilote destiné à améliorer encore la transparence par le biais de la publication facultative des rapports au titre de l'article IV.

Afin de diffuser des informations exhaustives, fiables et cohérentes concernant les avoirs et engagements extérieurs du secteur officiel, le FMI et les banques centrales du G10 ont conjointement approuvé un projet statistique pour la diffusion au public des données relatives aux réserves de change et à la trésorerie en devises au titre de la norme spéciale de diffusion des données. La conformité au titre de la norme spéciale de diffusion des données est facultative, mais la plupart des pays du G10 ont déjà prévu de, ou commencé à déclarer des données sur les nouvelles bases.

L'amélioration de la transparence des données est également importante en ce qui concerne le secteur privé. Plusieurs groupes de travail de la BRI (cf. section 2.1 ci-avant) ont engagé un certain nombre d'initiatives en la matière. Afin d'améliorer la qualité des statistiques bancaires internationales consolidées de la BRI, le Comité sur la stabilité financière mondiale est convenu d'accroître, à partir de janvier 2000, la fréquence des déclarations, celles-ci devenant trimestrielles au lieu de semestrielles. En outre, les risques encourus vis-à-vis des contreparties finales seront publiés en plus de ceux qui le sont vis-à-vis des contreparties immédiates. Sous la direction commune de plusieurs groupes (le Comité sur la stabilité financière mondiale; le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire; l'OICV, Organisation internationale des commissions de valeurs; le Forum sur la stabilité financière; l'Association internationale des Contrôleurs d'assurance et

le Comité international des normes comptables), plusieurs initiatives ont vu le jour afin de renforcer les exigences en matière de diffusion des informations par les différentes institutions des marchés de capitaux.

En ce qui concerne le développement et la diffusion des normes et codes de bonnes pratiques, leur mise en œuvre par un grand nombre de pays en développement et d'économies de marché émergentes constitue un défi majeur. On s'attend que la poursuite des progrès réalisés dans ce domaine contribuera de façon significative à la prévention des crises en améliorant le cadre institutionnel du processus de décision dans le secteur public ainsi que les informations communiquées aux opérateurs de marché pour leur propre évaluation des risques. La communauté financière internationale étudie actuellement la manière la plus efficace de contrôler le respect par chaque pays des codes et normes acceptés à l'échelle internationale.

Dans le cadre d'un projet pilote et conjointement avec les autorités compétentes des pays concernés, le FMI a entrepris à titre d'expérience l'élaboration d'une série de Rapports sur le respect des codes et normes. Ces rapports rendent compte d'une évaluation de la mesure dans laquelle les pays membres observent certaines normes faisant l'objet d'une reconnaissance internationale, en mettant l'accent essentiellement sur les régions dont le FMI doit se préoccuper dans une optique opérationnelle directe.

Après avoir établi, en novembre 1998, un Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques (amendé par la suite en avril 1999), le FMI a adopté lors de son assemblée annuelle, en septembre 1999, un Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière. L'Eurosystème a pris une part active à l'élaboration de ce Code, en collaboration avec la BRI et un groupe représentatif de banques centrales ainsi que

d'autres experts. D'autres travaux sont en cours pour préparer les documents de soutien de ce Code. Il est prévu qu'un compte rendu des résultats du contrôle du respect du Code de bonne conduite en matière de politique monétaire et financière sera intégré dans les Rapports sur le respect des normes et codes précités. Certains rapports expérimentaux déjà élaborés par le FMI et accessibles sur le site Internet en rendent déjà compte. Les experts de l'Eurosystème ont participé à cette activité de contrôle.

Enfin, plusieurs initiatives ont été prises afin de faciliter le développement et la mise en œuvre des normes en matière de fonctionnement des systèmes financiers. Sous l'égide du Forum sur la stabilité financière, un groupe d'action sur la mise en œuvre des normes a été mis en place pour étudier les moyens de promouvoir l'application des normes et codes internationaux concernant le renforcement des systèmes financiers. Dans le domaine spécifique des normes bancaires, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié, en juin 1999, une proposition pour un nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres reposant sur trois piliers : des exigences minimales en matière de niveau des fonds propres (développement et extension de l'accord de 1998), un processus de surveillance prudentielle et interne de l'adéquation des fonds propres d'un établissement et l'efficacité de la discipline de marché. Le Comité de Bâle a invité toutes les parties concernées à formuler leurs commentaires avant mars 2000 afin de pouvoir établir ultérieurement des propositions à caractère plus définitif.

Renforcement de la stabilité du secteur financier

Diverses institutions et instances tels que le FMI, la Banque mondiale et le Comité de Bâle se sont employés à améliorer la solidité des systèmes financiers et des cadres réglementaires et de surveillance.

On s'attend que le Forum sur la stabilité financière, qui a été mis en place récemment, favorisera l'échange d'informations et la coopération internationale entre les organismes nationaux et internationaux compétents en matière de surveillance des marchés de capitaux, en particulier lorsqu'il existe une dimension transsectorielle. En outre, deux des groupes de travail mis en place par le Forum sur la stabilité financière devraient formuler des recommandations visant à réduire les risques liés aux compartiments des systèmes financiers non ou peu réglementés, notamment les institutions à fort effet de levier et les centres financiers extraterritoriaux.

Tout en s'abstenant d'apprécier le respect effectif par les différents pays de ses Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace (adoptés en 1997), le Comité de Bâle a publié, en octobre 1999, un document pour expliquer les principes fondamentaux et fournir des indications pour évaluer le respect de ces principes. Ce document sera utilisé dans le cadre de la surveillance du secteur financier effectuée par le FMI et la Banque mondiale. Le Comité de liaison du secteur financier a accepté de coordonner un programme commun au FMI et à la Banque mondiale en matière de suivi et d'évaluation du secteur financier ; ce programme a pour but d'apprécier la solidité et les faiblesses des systèmes financiers des pays membres. Le FMI et la Banque mondiale ont mis en place un Programme d'évaluation du secteur financier dans le cadre duquel des équipes des deux institutions auxquelles se sont joints des experts extérieurs issus d'organismes nationaux de contrôle procèdent à une évaluation de la vulnérabilité des secteurs financiers nationaux, dans un premier temps dans un certain nombre de pays sélectionnés. En liaison avec les travaux remis au terme de ces missions et sur une base expérimentale, le FMI élabore des Évaluations sur la stabilité du secteur financier qui serviront de documents de référence pour procéder aux consultations au titre de l'article IV.

Régimes de change et libéralisation des mouvements de capitaux

Un autre domaine important, qui fait l'objet d'analyses et de débats permanents, concerne la définition des régimes de change appropriés, dans la mesure où la tentative de maintenir des régimes de change non viables a été un facteur décisif des récentes crises financières. Comme l'ont fait ressortir les récents débats au FMI et dans d'autres instances, les régimes de change optimaux diffèrent selon les pays. En outre, le régime de change optimal pour un pays est susceptible de varier au fil du temps, en fonction de l'évolution dudit pays sur les plans macroéconomique et financier. L'Eurosystème estime que la surveillance du FMI devra porter tout particulièrement sur la cohérence du système de change choisi par un pays donné avec ses politiques macroéconomique et structurelle ainsi que sur ses principaux liens commerciaux et financiers avec l'extérieur.

De même, la libéralisation des mouvements de capitaux mérite des analyses supplémentaires. Si, de l'avis général, la libéralisation est susceptible de présenter des avantages substantiels pour un pays, la gestion et l'échelonnement dans le temps de ce processus sont néanmoins des questions délicates. À cet égard, un cadre macroéconomique sain, composé de politiques monétaire et de change cohérentes, et une infrastructure financière solide sont essentiels. Les avantages et les risques liés au contrôle des entrées et des sorties de capitaux, notamment le contrôle des entrées à des fins fiscales, sont encore à l'étude. Dans un domaine connexe, le Groupe de travail sur les flux de capitaux, qui fait partie du Forum sur la stabilité financière, examine actuellement l'opportunité d'une série de recommandations destinées aux pays débiteurs et créanciers et susceptibles, à terme, de réduire l'instabilité des flux de capitaux et les risques que présente pour les systèmes financiers un niveau excessif d'endettement extérieur à court terme. À cet égard, la prudence en matière de gestion de la

dette extérieure des secteurs public et privé et, dans une optique plus large, des bilans nationaux joue un rôle important.

Gestion des crises et participation du secteur privé

Outre la forte augmentation de ses ressources financières destinée à faire face aux crises systémiques de ces dernières années (notamment le doublement, de 17 milliards à 34 milliards de DTS en 1998, des ressources exigibles au titre de l'Accord général d'emprunt déjà existant et du Nouvel accord d'emprunt ainsi que le relèvement, à hauteur de 66 milliards de DTS, des quotes-parts du FMI en 1999), le FMI a également élaboré de nouveaux instruments permettant de résoudre les crises financières. En avril 1999, le Conseil d'administration du FMI a approuvé le dispositif de ligne de crédit de prévention (LCP), qui permet d'octroyer un financement à court terme aux pays dont les politiques économiques sont saines, mais dont la position extérieure est menacée par des effets de contagion financière à l'échelle internationale. Afin de soutenir les mesures d'ajustement lors des renégociations de dettes, le Conseil d'administration du FMI a réaffirmé sa stratégie (adoptée en 1989) d'octroi, au cas par cas, de crédits aux pays en situation d'arriérés au titre de leur dette souveraine. Il a également été convenu que le FMI pourrait, en principe, étendre cette stratégie aux arriérés sur la dette non souveraine.

D'autres progrès sont nécessaires dans le domaine complexe mais essentiel de garantir la participation du secteur privé à la prévention et la résolution des crises. Les récentes crises financières ont mis en lumière les effets déstabilisateurs des changements de sentiment des marchés. Certaines dispositions ont déjà été prises, allant des mesures *ex ante* et volontaires comme la mise en place d'instances de communication régulière entre les pays débiteurs et leurs créanciers du secteur privé et le montage de lignes de crédit préventives du secteur privé à

des dispositifs à caractère plus obligatoire (le Club de Paris a ainsi demandé à un pays de chercher à obtenir un traitement comparable auprès de ses créanciers obligataires). En outre, tant le Comité intérimaire du FMI que les ministres et gouverneurs du G10 ont apporté leur soutien au cadre défini dans le rapport des ministres des Finances du G7, présenté au sommet économique de Cologne le 18 juin 1999.

2.4 Le rôle international de l'euro

L'introduction de l'euro, le 1^{er} janvier 1999, a été un événement décisif comportant d'importantes implications non seulement à l'intérieur de la zone euro, mais également à l'extérieur. L'euro est la deuxième monnaie la plus largement utilisée à l'échelle internationale, situation qui découle à la fois de l'héritage des anciennes monnaies nationales auxquelles il s'est substitué et du poids économique de la zone euro dans l'économie mondiale. L'accession de l'euro au statut de monnaie internationale sera un processus essentiellement piloté par les marchés. En particulier, l'utilisation de l'euro par les agents privés comme monnaie de placement et de financement, ainsi que comme monnaie véhiculaire et de règlement, jouera un rôle fondamental. Les décisions des agents économiques du secteur privé seront influencées, dans une large mesure, par le degré d'intégration, de liquidité et de diversification des marchés de capitaux en euros et par les relations transfrontière de la zone euro. En outre, le rôle international de l'euro sera affecté par la situation économique de la zone euro, ce qui met en relief l'importance de la contribution de tous les volets de la politique économique à l'objectif de solidité et de stabilité de la monnaie.

Dans la mesure où l'internationalisation de l'euro, en tant que telle, ne constitue pas un objectif pour l'Eurosystème, celui-ci ne fera rien pour encourager ou entraver ce processus. L'orientation de la politique monétaire de l'Eurosystème en direction de la

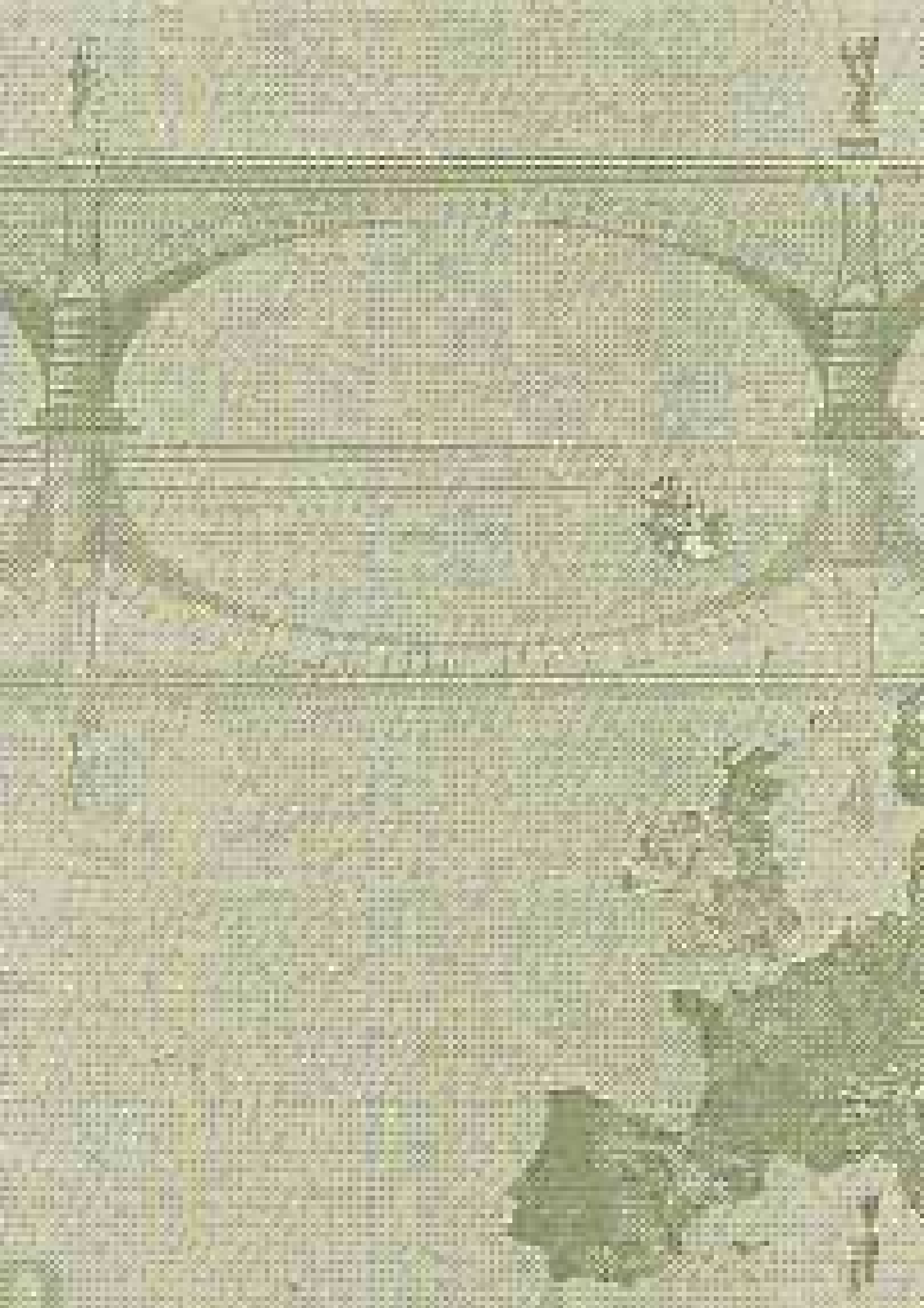
stabilité des prix demeurera un facteur essentiel de la confiance des investisseurs dans l'euro. À l'inverse, l'Eurosystème a bien conscience des implications potentielles de l'internationalisation de l'euro pour la conduite de sa politique monétaire ; celles-ci ne doivent pas mettre en cause sa capacité de maintenir la stabilité des prix.

L'émergence de la zone euro – dont les caractéristiques sont semblables à celles des deux grandes zones économiques que sont les États-Unis et le Japon, en termes de taille et de faible degré d'ouverture aux échanges – et l'accroissement prévisible de l'utilisation de l'euro à l'échelle internationale comportent des implications pour la coopération internationale.

Compte tenu de son poids économique dans le monde (plus d'un cinquième en termes de PIB), on s'attend généralement que la zone euro jouera un rôle important dans le processus de coopération internationale. Le fait qu'il y ait désormais moins d'acteurs au

niveau mondial et le caractère plus équilibré de leurs relations devraient, en principe, faciliter la coopération internationale tout en renforçant, dans le même temps, la prise de conscience par chacun des acteurs de la nécessité d'assumer ses responsabilités. Ce processus s'appuie sur des consultations et des échanges de vues réguliers entre les principales zones économiques.

Outre des dispositifs de représentation appropriés (en ce qui concerne la BCE, cf. section 2.1), la zone euro doit adopter, le cas échéant, une position unique pour accroître l'efficacité du processus de coopération internationale et réduire le risque d'incohérence de sa stratégie. Cela permettra également à la zone euro d'exercer, à l'échelle internationale, une influence qui soit proportionnelle à son poids économique tout en limitant le risque, pour l'Eurosystème, d'être contraint à des mesures inappropriées à court terme ce qui, à long terme, nuirait à la stabilité interne, et par conséquent, à la stabilité externe.



Chapitre V

Les systèmes de paiement et de règlement de titres

I Le suivi des systèmes de paiement de montant élevé

Systèmes de paiement de montant élevé en euros

Depuis le 4 janvier 1999, cinq systèmes de paiement de montant élevé, tous conformes aux normes de sécurité définies dans le rapport du G10, publié en 1990, concernant les dispositifs de compensation interbancaires (les « normes Lamfalussy »), ont commencé à effectuer des opérations en euros parallèlement à *Target* : le Système de compensation en euros (Euro 1), géré par la Clearing Company de l'Association bancaire pour l'euro (ABE), *Euro Access Frankfurt* (EAF) en Allemagne, le Système net protégé (SNP) en France, le *Servicio Español de Pagos Interbancarios* (SEPI) en Espagne et le Pankkien *On-Line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä* (POPS) en Finlande. En avril 1999, le SNP a été perfectionné et converti en un nouveau système « hybride », le PNS (*Paris Net Settlement*). Tout comme EAF, ce nouveau système associe des caractéristiques relevant à la fois des systèmes de règlement brut et des systèmes de règlement net.

Dans le cadre de la position commune de l'Eurosystème en matière de suivi, les BCN sont responsables du suivi des systèmes installés dans leur pays respectif, tandis que la BCE est chargée du suivi d'Euro 1. Dans ce contexte, la BCE a surveillé en particulier le processus de règlement journalier d'Euro 1 et a suivi avec attention l'évolution plus générale de l'ABE. Cette dernière a été caractérisée, entre autres, par un accroissement du nombre de banques compensatrices, qui est passé de 62 en janvier à 72 en décembre 1999. Outre son activité de suivi, la BCE a joué un double rôle en ce qui concerne Euro 1 : elle est intervenue comme prestataire de services de règlement et comme détenteur d'une réserve commune de

liquidité, mise en place afin de garantir le règlement rapide en cas de défaillance d'un participant.

Dans le cadre de leurs fonctions de suivi permanent, la BCE et les BCN ont régulièrement collecté et examiné les données statistiques pertinentes relatives aux principaux systèmes de paiement de montant élevé en euros. Ces données fournissent des informations précieuses sur le bon fonctionnement et l'évolution des différents systèmes.

Continuous Linked Settlement (CLS)

En 1997, un groupe constitué des principales banques opérant sur le marché des changes a créé la société *Continuous Linked Settlement Services Ltd.* (CLSS), établie à Londres. Celle-ci a pour objectif de fournir des services multi-devises pour le règlement simultané des deux volets des opérations de change, ce qui permettra d'éliminer, dans une large mesure, le risque de règlement sur les marchés de change au travers d'un mécanisme de paiement contre paiement. Le fonctionnement du système sera assuré par la *Continuous Linked Settlement Bank* (CLSB) de New York, filiale à 100 % de CLSS. La CLSB devrait être opérationnelle en 2001. Étant donné que l'euro devrait être l'une des premières devises dans laquelle la CLSB effectuera des règlements, l'Eurosystème est impliqué dans le suivi du système. Durant l'année 1999, il a porté une attention toute particulière à l'évaluation de l'incidence de la CLSB sur la situation de la liquidité dans les systèmes de paiement de montant élevé de la zone euro et, pour permettre des échanges de vues à ce sujet, il a organisé une réunion avec les banques de la zone euro participant au projet.

2 Vue d'ensemble des systèmes de paiement de masse

Services de paiement de masse transfrontière

L'efficacité des services de paiement de masse transfrontière est essentielle pour assurer un bon fonctionnement du Marché unique et pour permettre aux particuliers et aux entreprises de tirer pleinement profit de ses avantages. Cependant, le niveau de services en matière de paiements de masse transfrontière n'est toujours pas satisfaisant, en termes tant de vitesse d'exécution que de tarification aux clients. Les pratiques des banques devraient connaître des améliorations du fait de la mise en œuvre de la Directive du Parlement et du Conseil européens n° 97/5/CE du 27 janvier 1997 concernant les virements transfrontière. Celle-ci risque néanmoins de se révéler insuffisante. En tant qu'instrument juridique, elle pourrait ne pas aborder tous les problèmes d'inadéquation des infrastructures et de normalisation, qui constituent actuellement une très importante source de coûts. À cet égard, la BCE a publié, en septembre 1999, un rapport intitulé *Improving cross-border retail payment services in the euro area – the Eurosystem's view* (L'amélioration des services de paiement de masse transfrontière dans la zone euro – le point de vue de l'Eurosystème), qui analyse la situation actuelle et définit la stratégie de l'Eurosystème en la matière.

Après avoir examiné plusieurs options, l'Eurosystème a estimé que sa participation au niveau opérationnel ne serait pas justifiée à l'heure actuelle. Il entend plutôt devenir un catalyseur de changement, en proposant des débats réguliers avec le secteur des services bancaires et de paiement afin de faciliter, à l'échelle de la zone euro, des accords qui amélioreront l'environnement des virements de masse transfrontière, notamment en matière de normalisation. Afin d'amorcer le débat et de donner un signal clair à l'intention des marchés, l'Eurosystème a défini un certain nombre d'objectifs que le secteur devrait atteindre avant l'introduction des billets et

pièces en euro. Ils ont pour but d'inviter le secteur à réaliser les investissements nécessaires pour rapprocher le niveau d'efficacité des paiements de masse transfrontière de celui des systèmes de paiement nationaux et tentent d'établir un équilibre entre les attentes des utilisateurs et ce que le secteur est raisonnablement en mesure d'offrir à court terme.

Les marchés commencent effectivement à s'intéresser au problème, comme l'atteste l'initiative de l'ABE en matière de paiements de faible montant, dont le but est de mettre au point un service destiné au traitement des paiements de masse transfrontière en euros qui serait fondé, dans un premier temps, sur les moyens techniques d'Euro I. Le système devrait être opérationnel au second semestre de l'année 2000.

Monnaie électronique

Bien que la monnaie électronique en soit encore à ses débuts et que son développement reste, à ce jour, très modeste, on ne peut exclure l'éventualité d'une croissance exponentielle. La monnaie électronique est donc susceptible d'avoir des conséquences de taille pour l'avenir de la politique monétaire. Il faut également tenir compte d'un certain nombre de préoccupations réglementaires additionnelles, telles que la sécurité et l'efficacité des systèmes de paiement et la confiance dans les instruments de paiement, la protection des consommateurs et des commerçants, la stabilité des marchés financiers, la protection contre les malversations et les questions d'égalité de traitement. C'est pour cela qu'il est nécessaire d'établir des règles claires concernant les conditions dans lesquelles la monnaie électronique peut être émise.

La Commission européenne et le Conseil de l'Union européenne préparent des directives concernant le démarrage, la poursuite et le contrôle prudentiel de l'activité des

établissements émettant la monnaie électronique ainsi que l'amendement de la Directive du Conseil n° 77/780/CEE du 12 décembre 1977 sur la coordination des lois, réglementations et dispositions administratives relatives au démarrage et à la poursuite de l'activité par les établissements de crédit. La BCE a activement contribué à ces travaux, conformément à sa stratégie définie dans le rapport intitulé *Report on electronic money* (Rapport sur la monnaie électronique), publié en 1998, et a précisé, en janvier 1999, son point de vue officiel sur les projets de directives précités. La BCE a

souligné, entre autres, qu'elle était très favorable à la classification des émetteurs de monnaie électronique dans la catégorie des établissements de crédit et à l'application à leur égard d'une obligation de remboursement. Si les projets de directives prennent en compte bon nombre des préoccupations de l'Eurosystème, les problèmes majeurs qui restent en suspens feront l'objet de débats ultérieurs au Parlement européen, auquel les projets de directives ont été soumis en seconde lecture, conformément à la procédure de co-décision.

3 Les autres activités des systèmes de paiement

En février 1999, la BCE a publié un additif, intégrant les données de 1997, au guide descriptif des systèmes de paiement et de règlement de titres opérant dans les États membres de l'Union européenne (UE), intitulé *Blue Book*. En outre, afin de fournir des informations exhaustives sur les principaux systèmes de paiement et de règlement de titres des pays candidats à l'adhésion à l'UE, la BCE a publié, en août 1999, un rapport intitulé *Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union*

(Systèmes de paiement dans les pays ayant demandé leur adhésion à l'Union européenne). Cette publication a été élaborée en coopération avec les banques centrales de Bulgarie, Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie. Elle marque une étape importante de l'approfondissement de la coopération avec les banques centrales de ces pays en matière de systèmes de paiement.

4 La stratégie relative aux systèmes de règlement de titres

Évaluation des systèmes de règlement de titres de l'UE et des liens entre ces systèmes

À la suite de la publication du rapport intitulé *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations* (Normes pour l'utilisation des systèmes de règlement de titres de l'UE dans les opérations de crédit du SEBC) et de la première évaluation des systèmes de règlement de titres de l'UE en 1998, ces derniers ont réalisé des efforts considérables pour renforcer leur niveau de conformité aux normes ; en conséquence, les conditions

préalables à leur utilisation ont été réduites dans de nombreux cas. L'évaluation des systèmes de règlement de titres a été actualisée en mai 1999 et il en est ressorti que les systèmes de règlement de titres de la zone euro pouvant être utilisés sans condition préalable sont désormais au nombre de cinq, au lieu de un au début de la phase III de l'UEM. Dix autres systèmes de règlement de titres ont considérablement amélioré leur niveau de conformité. L'éligibilité des systèmes de règlement de titres sera examinée de façon périodique pour prendre en compte de nouvelles évolutions.

Certains systèmes de règlement de titres de l'UE ont établi des liens entre eux pour permettre le transfert transfrontière de titres en vrac. Avant de pouvoir être utilisés dans le cadre de la politique monétaire unique de l'Eurosystème et des opérations de crédit intrajournalier du SEBC, ces liens doivent faire l'objet d'une évaluation au regard des normes relatives à l'utilisation des systèmes de règlement de titres de l'UE. Après que ces évaluations ont été effectuées en 1999, le Conseil des gouverneurs a approuvé un certain nombre de liens entre systèmes de règlement de titres pouvant être utilisés pour le transfert d'actifs étrangers remis en garantie des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et de crédit intrajournalier du SEBC. En mai, après une première série d'évaluations, vingt-six liens ont été jugés conformes aux normes de la BCE. Après une deuxième série d'évaluations en octobre, le Conseil des gouverneurs a approuvé vingt et un autres liens. Dès lors, pour compléter le modèle de la banque centrale correspondante (MBCC), qui a été mis en place par l'Eurosystème, il existe aujourd'hui dans certains pays des solutions alternatives pour le transfert transfrontière de garanties. Pour le moment, ces liens ne sont éligibles que sur une base franco de paiement, dans la mesure où il n'existe actuellement aucun mécanisme de règlement-livraison sur une base transfrontière. De nouveaux liens ont été évalués et approuvés par le Conseil des gouverneurs en février 2000.

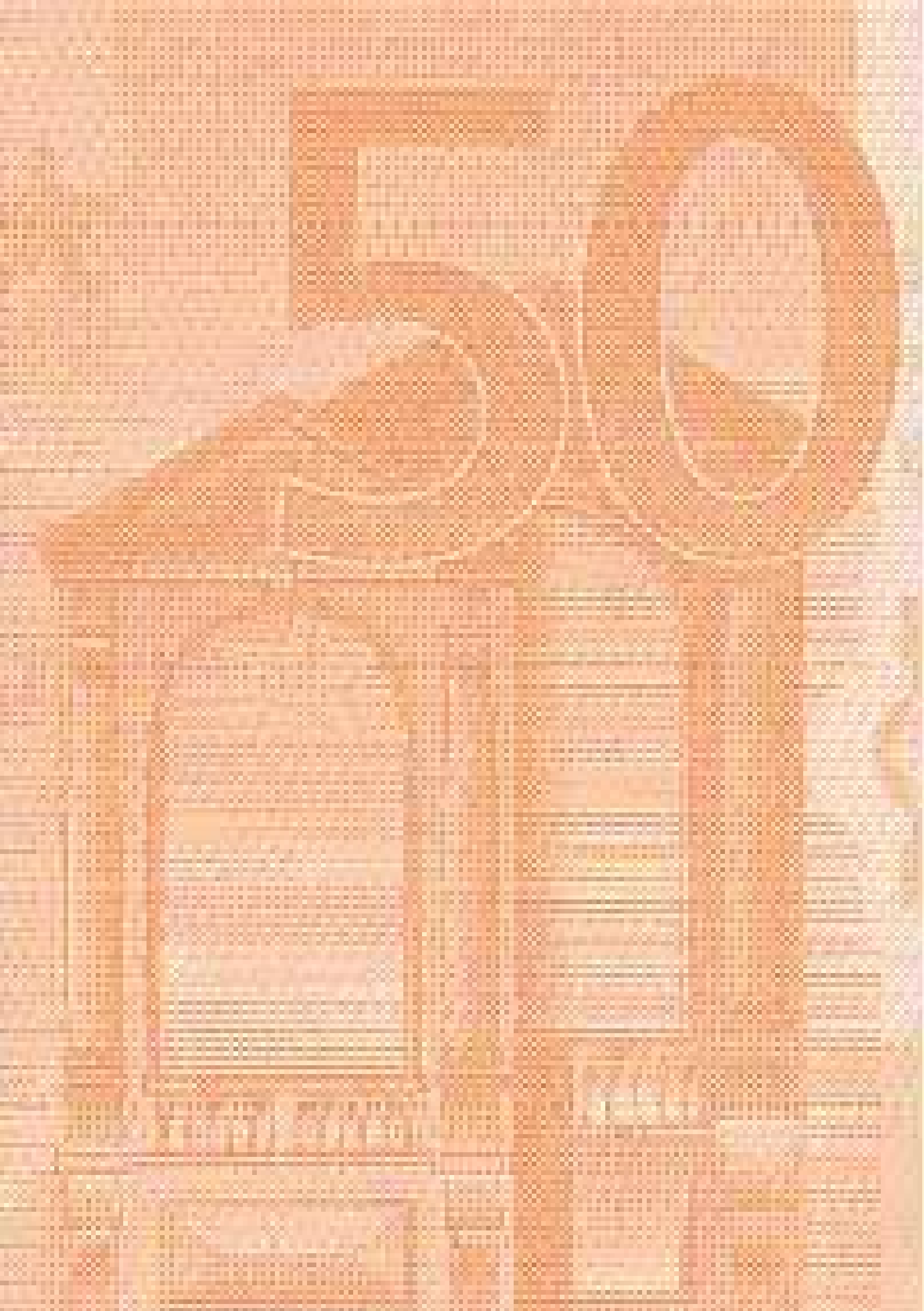
Le transfert transfrontière de titres

Le MBCC a été mis en place comme solution provisoire pour l'utilisation transfrontière de garanties dans le cadre des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et de crédit intrajournalier du SEBC, jusqu'à ce que le secteur privé élabore des solutions plus complètes pour l'utilisation transfrontière des titres en vrac. Le transfert transfrontière des titres en vrac est une question de plus en plus

importante pour le secteur privé, qui tente de développer non seulement des liens mais également d'autres solutions de marché pour faciliter les transferts au-delà des frontières. Dans la zone euro, les opérateurs de marché tendent à favoriser une infrastructure de règlement de titres plus efficace et plus intégrée. Plusieurs projets sont actuellement en concurrence et l'Eurosystème conserve une position neutre à cet égard. Il s'efforcera de veiller à ce que l'ensemble des solutions proposées offrent un degré de sécurité qui soit compatible avec les normes définies en matière d'adossement à des garanties des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et de crédit intrajournalier du SEBC.

Obstacles à l'intégration du marché des pensions de la zone euro résultant de l'infrastructure

Il est du plus grand intérêt pour l'Eurosystème que les marchés financiers de la zone euro fonctionnent sans heurt, afin notamment d'assurer la transmission de ses impulsions de politique monétaire. À cet égard, les études effectuées par l'Eurosystème montrent que, contrairement au compartiment des opérations en blanc sur le marché monétaire, celui des opérations garanties n'est pas intégré dans la zone euro. L'une des questions étudiées porte sur les obstacles à l'intégration existant en matière d'infrastructures, notamment les aspects ayant trait au règlement de titres. Les obstacles potentiels à la poursuite de l'intégration dans ce domaine sont l'absence de procédures de règlement transfrontière fondées sur un mécanisme de règlement-livraison ainsi que l'existence de différents cadres juridiques, chacun étant adapté aux besoins du marché national. Si, à l'évidence, l'Eurosystème a un rôle à jouer pour renforcer la sensibilisation à ces problèmes, c'est du marché essentiellement que doivent venir les initiatives permettant de trouver les solutions.



Chapitre VI

La stabilité financière et la surveillance prudentielle

I Le cadre institutionnel de la stabilité financière

Le cadre institutionnel de la stabilité financière au sein de l'Union européenne (UE) et de la zone euro est fondé sur les principes de compétence nationale et de coopération internationale. Diverses structures et pratiques nationales contribuent ainsi à la poursuite des objectifs de stabilité financière dans le cadre des structures réglementaires harmonisées définies par le Traité portant création de la Communauté européenne (le Traité) et les Directives du CE.

Le Traité prévoit les instruments qui, dans la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM), sont nécessaires pour relier la compétence de la politique monétaire unique (c'est-à-dire, de la zone euro) à celle des politiques nationales relatives à la surveillance (institutions régies par la législation nationale). En premier lieu, l'Eurosystème doit « contribuer à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne la surveillance prudentielle des établissements de crédit et la stabilité du système financier » (article 105 (5) du Traité). En deuxième lieu, la BCE est dotée d'une fonction consultative dans le cadre du processus réglementaire en vertu de l'attachement des banques centrales aux accords susceptibles d'influer sur la réalisation des objectifs de stabilité financière (article 105 (4) du Traité et article 25.1 des Statuts du SEBC). Ces dispositions traduisent l'intérêt que l'Eurosystème porte, en tant que banque centrale de la zone euro, au maintien de la stabilité du système financier.

Le Comité de surveillance bancaire (CSB), qui réunit de hauts responsables de banques centrales et d'autorités de surveillance bancaire, constitue le principal organe assistant l'Eurosystème dans l'accomplissement de ses tâches mentionnées ci-dessus. Bien que l'article 105 (5) du Traité ne s'applique qu'aux pays participant à la zone euro, la coopération au sein du CSB intéresse l'ensemble des banques centrales et autorités de surveillance des quinze États membres. Parallèlement, le CSB peut aussi servir

d'enclencher de discussion pour les consultations entre contrôleurs bancaires de l'UE sur des questions n'ayant pas trait aux missions de surveillance de l'Eurosystème. En réalisant ce double mandat, il renforce la capacité des BCN et des autorités nationales de surveillance à coopérer au niveau international le cas échéant. L'examen des mécanismes de la coordination : (a) au sein de l'Eurosystème, (b) entre les autorités de surveillance et l'Eurosystème et (c) entre les autorités de surveillance proprement dites met en lumière les accords actuellement en vigueur.

Ce sont principalement des mécanismes de coordination qui sont nécessaires au sein de l'Eurosystème. C'est le cas de la fourniture de liquidité d'urgence (FLU), qui recouvre le soutien apporté dans des circonstances exceptionnelles et au cas par cas par les banques centrales aux institutions et marchés souffrant d'une pénurie temporaire de liquidité. On précisera d'emblée qu'il ne faut pas surestimer l'importance de la FLU. L'aide des banques centrales ne doit pas être considérée comme un moyen prioritaire d'assurer la stabilité financière, étant donné qu'elle comporte un aléa de moralité. Les mesures préventives destinées à encourager l'adoption, par les institutions financières, de saines pratiques de gestion des risques et l'efficacité de la réglementation et de la surveillance prudentielles à atteindre cet objectif constituent la première ligne de défense contre un comportement caractérisé par une prise de risques excessive et contre des difficultés financières. En outre, l'octroi d'une FLU a été un événement rarissime dans les pays industriels au cours des dernières décennies, cependant que d'autres éléments du filet de sécurité ont gagné en importance dans la gestion des crises. Toutefois, les mécanismes nécessaires pour résoudre, le cas échéant, une crise financière existent. Ils obéissent au principe directeur suivant lequel il appartient à la BCN de prendre la décision d'accorder une FLU à une institution relevant de son domaine de compétence. Cette aide

doit intervenir sous la responsabilité de la BCN considérée, qui en supporte également les coûts. Des mécanismes ont été mis en place afin de garantir la disponibilité des informations permettant que l'incidence potentielle sur la liquidité fasse l'objet d'un traitement cohérent avec le maintien d'une orientation appropriée de la politique monétaire unique. La FLU est interne à l'Eurosystème et n'affecte donc pas les accords déjà conclus entre banques centrales et autorités de surveillance au niveau national ni la coopération bilatérale et multilatérale entre autorités de surveillance ainsi qu'entre ces dernières et l'Eurosystème. Toutefois, leur bon fonctionnement suppose une capacité de mise en œuvre rapide et efficace des mécanismes de coordination destinés à traiter les conséquences transfrontière des crises financières et à éviter une contagion.

En ce qui concerne la *coopération entre l'Eurosystème et les autorités de contrôle*, le CSB constitue le principal forum de discussion des questions qui s'y rapportent. Dans le cadre du concours qu'il prête à l'Eurosystème pour les questions relatives à la surveillance prudentielle et à la stabilité financière, le CSB examine les domaines de nature macroprudentielle, analyse les évolutions au sein des systèmes bancaire et financier et favorise les échanges d'informations entre l'Eurosystème et les autorités bancaires et les autres autorités de contrôle. Cette fonction du CSB vise à assurer la coordination nécessaire entre banques centrales et contrôleurs bancaires. En particulier, le CSB sert de courroie de transmission aux autorités de contrôle d'informations utiles concernant les établissements de crédit et susceptibles d'être collectées par la BCE et les BCN dans l'accomplissement de leurs tâches fondamentales en matière de politique monétaire et de systèmes de paiement et de règlement de titres. À l'inverse, il permet de gérer la transmission des informations fournies par les autorités de surveillance à l'Eurosystème. En particulier, compte tenu d'éventuelles implications d'ordre systémique, les autorités de surveillance sont prêtes à tenir informé l'Eurosystème dès

l'apparition de problèmes majeurs affectant le système bancaire. En principe, le CSB est à même de traiter toutes les questions pertinentes dans la mesure où, au niveau de la Communauté, la Directive post-BCCI a levé les obstacles juridiques aux échanges d'informations confidentielles entre les organismes de surveillance et les banques centrales, y compris la BCE et l'Eurosystème. En vertu des accords conclus au niveau national, les informations entre les autorités de surveillance et l'Eurosystème sont normalement acheminées par les BCN respectives.

La coopération entre autorités nationales en matière de surveillance prudentielle est fondée sur des accords tant bilatéraux que multilatéraux. La coopération bilatérale entre les autorités du pays d'origine et celles du pays d'accueil a été fortement renforcée dans l'ensemble des secteurs d'activité financière. Le réseau des protocoles d'accords appliqués au secteur bancaire au sein de l'Espace économique européen (EEE) témoigne des efforts visant à perfectionner les circuits d'échanges d'informations et faciliter le contrôle des activités transfrontière. Les protocoles d'accord comportent généralement des clauses d'ordre pratique régissant les procédures d'établissement, permettant les inspections transfrontière de succursales et améliorant les échanges d'informations relatives aux succursales. La coopération multilatérale en matière de surveillance prudentielle dans le cadre des différents secteurs d'activité financière fonctionne également de manière efficace au travers de plusieurs comités. Dans le secteur bancaire, outre le CSB en ce qui concerne sa deuxième fonction, le Groupe de contact fonctionne depuis 1972. Ce groupe est un forum de coopération multilatérale et d'échanges d'informations au niveau de l'EEE sur les questions se rapportant à la mise en œuvre de la réglementation bancaire et sur les pratiques de surveillance, avec notamment l'examen des cas particuliers. Dans le secteur des valeurs mobilières, le Forum des commissions de valeurs européennes (FESCO) a été créé en 1997 pour

favoriser la coopération internationale entre les commissions de valeurs à l'échelle de l'EEE. La Conférence des contrôleurs d'assurance exerce des fonctions similaires dans le domaine des assurances.

D'une manière générale, l'intégration du système bancaire et financier au sein de l'UE a résulté de la mise en œuvre d'un cadre institutionnel fondé sur la compétence nationale et la coopération. La politique

monétaire unique et l'intégration accélérée des marchés bancaires et de capitaux de la zone euro ont renforcé l'importance de la coopération au sein de l'Eurosystème, entre les autorités de surveillance et l'Eurosystème ainsi qu'entre les autorités de surveillance proprement dites. Les dispositifs nécessaires pour faciliter les échanges d'informations et mettre en œuvre les mesures décidées d'un commun accord pour parer aux menaces pesant sur stabilité financière sont en place.

2 Les changements structurels au sein du secteur bancaire et financier de l'UE

Le suivi des changements structurels intervenant au sein de la zone euro et sur les marchés bancaires et de capitaux de l'UE est essentiel, pour répondre tant aux besoins de l'Eurosystème en sa qualité de banque centrale de la zone euro qu'à ceux des politiques nationales en matière de surveillance. Depuis l'introduction de l'euro, ces mutations se sont accélérées, favorisant la réorganisation du secteur des services financiers. Les effets spécifiques potentiels de l'introduction de l'euro sur les banques de l'UE ont été largement étudiés par le CSB¹.

Les technologies de l'information et de la communication constituent un puissant moteur du changement². Elles contribuent à réduire les coûts induits par la collecte, le stockage, le traitement et la transmission des informations en substituant des procédés automatisés aux méthodes reposant sur du support papier et à facteur travail élevé. De plus, elles modifient les conditions d'accès de la clientèle aux services et produits bancaires, principalement via des réseaux automatisés tels que téléphone, ordinateur personnel et banque sur Internet (« banque à distance »). Ces deux effets modifient la nature de la concurrence entre banques et peuvent influencer sur la marge de manœuvre du marché des services bancaires tout en élargissant l'éventail des entrants potentiels. Les institutions financières réagissent de diverses manières à ces évolutions tout en amplifiant

ces changements et d'autres des structures du marché. D'une manière générale, les grandes institutions se repositionnent sur le nouveau marché en créant de nouvelles activités et/ou en se développant sur le plan géographique. Ce redéploiement est jugé nécessaire pour rester présent sur le marché des grandes entreprises. Le repositionnement a entraîné un accroissement du nombre des fusions et acquisitions de grandes institutions financières européennes. Cela étant, les fusions et acquisitions transfrontière ont été peu nombreuses.

Au sein des petites institutions, les dynamiques de marché à l'origine des changements sont différentes. Les coûts fixes induits par les investissements dans les technologies de l'information et de la communication ont conféré aux économies d'échelle un nouvel intérêt. Un grand nombre d'institutions européennes de petite taille ont fait l'objet de fusions et acquisitions au niveau national. Dans certains pays de l'UE, les coopératives de banque et caisses d'épargne ont poursuivi leurs efforts de renforcement de la coopération mutuelle au sein de leur groupe, soit en concluant des accords spécifiques de coopération, soit en créant des

¹ *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, BCE, février 1999.*

² *The effects of technology on the EU banking systems, BCE, juillet 1999.*

filiales communes offrant des services de gestion d'actifs et de compensation de titres. En termes de réduction des capacités des banques en Europe, mesurées par le nombre de succursales et les effectifs, l'incidence de ce processus s'est avérée très faible à ce jour. Toutefois, la rationalisation des structures organisationnelles et les améliorations importantes sur le plan de l'efficacité ne s'observent généralement qu'avec un certain décalage dans le temps.

Les banques, de grande et petite tailles, adoptent également des stratégies visant à lutter contre le processus de désintermédiation par lequel les services financiers sont assurés de plus en plus par intermédiation directe de marché ou par des institutions financières non bancaires. Les banques développent des activités de gestion d'actifs pour compte de tiers afin de contenir le processus de désintermédiation qui touche les produits bancaires classiques. Cette évolution se traduit essentiellement par : (a) une participation accrue aux services de négociation de titres, (b) la conservation et, le plus souvent, (c) la création de filiales spécialisées dans la gestion des capitaux d'investissement. En tout état de cause, elle a une incidence nette sur les comptes de résultats des banques, qui font apparaître une substitution croissante des revenus de commissions aux revenus d'intérêts. L'étude effectuée par le CSB³ montre que, au sein de l'UE, les revenus de commissions ont été la

composante la plus dynamique de la structure du revenu bancaire au cours des dernières années et que leur importance relative (en pourcentage du revenu d'exploitation total) s'est constamment accrue. En dépit de l'augmentation des coûts afférents au développement des activités non traditionnelles, la hausse des revenus de commissions semble également avoir été bénéfique pour la rentabilité des banques de l'UE ces dernières années, cette évolution ayant largement compensé l'amenuisement des marges sur les activités bancaires classiques. La structure des revenus autres que d'intérêts est assez hétérogène au sein du système bancaire de l'UE ; les frais et commissions constituent la principale sous-composante, soit 60 % environ du total des revenus autres que d'intérêts.

Dans l'ensemble, la réorganisation du secteur bancaire et financier a été largement contenue à l'intérieur des frontières nationales et l'importance de l'activité transfrontière demeure limitée, notamment pour les services bancaires aux particuliers. On observe toutefois des tendances communes dans la zone euro et les pays de l'UE. Avec la création rapide d'un marché monétaire unique et l'intégration accélérée des marchés financiers après l'introduction de l'euro, il apparaît clairement que les intermédiaires financiers et marchés de capitaux sont de plus en plus exposés aux chocs externes.

3 L'étude macroprudentielle

Le Comité de surveillance bancaire a commencé d'étudier la solidité du secteur bancaire et financier au niveau de l'UE et de la zone euro sur la base d'un ensemble d'informations convenu d'un commun accord. Ce travail est désigné sous le terme d'étude macroprudentielle. En outre, d'autres organisations internationales développent ce champ d'analyse afin d'affiner les instruments permettant la compréhension des raisons des

graves turbulences financières qui se sont récemment produites. Une composante essentielle de ce travail a été le développement de sources de données fiables pour expliquer les vulnérabilités des systèmes financiers tant des pays développés que de ceux en développement.

³ EU banks' income structure, BCE, avril 2000.

Le cadre de l'étude macroprudentielle repose sur un certain nombre d'indicateurs tirés de l'exploitation des données agrégées du système bancaire obtenues des banques centrales ou d'autres autorités de surveillance et de données sur l'environnement macroéconomique et financier pertinents pour l'évaluation de la solidité du système bancaire. Ces indicateurs visent à déceler des zones d'accumulation significative d'exposition au risque à l'intérieur du système bancaire des risques de perturbations d'origine extérieure au système bancaire, et à préciser les canaux de transmission de contagion des difficultés d'une institution vers les autres. Les techniques utilisées impliquent une étude systématique et régulière sur la base d'indicateurs quantitatifs et un travail d'interprétation qui repose sur les renseignements et les intuitions obtenues au cours du processus de surveillance. L'étude macroprudentielle effectuée au sein des forums du Comité de la surveillance bancaire porte sur le secteur bancaire considéré au niveau de l'UE/zone euro. Elle est partie intégrante d'autres activités exercées au sein de l'Eurosystème dans les domaines de la surveillance des systèmes de paiement et de règlement de titres, de la surveillance des marchés monétaires et financiers pour ce qui relève de la conduite de la politique monétaire et du suivi des marchés de capitaux internationaux. Les études effectuées dans ces différents contextes mettent en relief le rôle des instruments mis à la disposition de

l'Eurosystème dans la sauvegarde de la stabilité financière.

En 1999, des enquêtes spécifiques ont été effectuées sur deux sujets : les expositions au risque de crédit des banques de l'UE vis-à-vis des pays émergents et en développement et les implications éventuelles des ajustements du prix des actifs pour la stabilité du secteur bancaire. Sur la première question, la conclusion a été que la position du secteur bancaire de l'UE en tant que groupe le plus important de prêteurs internationaux aux pays émergents et en développement a continué de se renforcer. Toutefois, étant donné que les expositions vis-à-vis des pays comportant le plus de risques ont été relativement limitées, que les banques ont constitué des provisions pour risques significatives et que la situation économique générale de ces pays s'est améliorée, l'évaluation des risques encourus par les systèmes bancaires de l'UE est devenue plus positive en 1999. En ce qui concerne la seconde question, la hausse prolongée du cours de la plupart des actions de l'UE, tout comme l'accroissement rapide des prix des biens immobiliers de certains pays de l'UE, ont montré la nécessité d'une vigilance accrue de la part des autorités de surveillance. À cet égard, certaines autorités nationales ont déjà entrepris des actions spécifiques pour mettre en garde contre ces risques et faire en sorte que les banques n'y soient pas indûment exposées⁴.

4 Les systèmes d'évaluation des risques et centrales des risques

Tout autant que par la collecte de renseignements sur les évolutions du marché et sur les menaces pesant sur la stabilité bancaire et financière, la mise en œuvre de mesures préventives au niveau national voit son efficacité renforcée par la coopération en matière de pratiques de surveillance et par les échanges de renseignements qui ont lieu à cette occasion. Les systèmes d'évaluation des

risques sont des outils dont l'utilisation est très courante à cet égard.

Les systèmes prudentiels d'évaluation du risque comprennent tous les systèmes formalisés et structurés et toutes les opérations effectuées par les contrôleurs

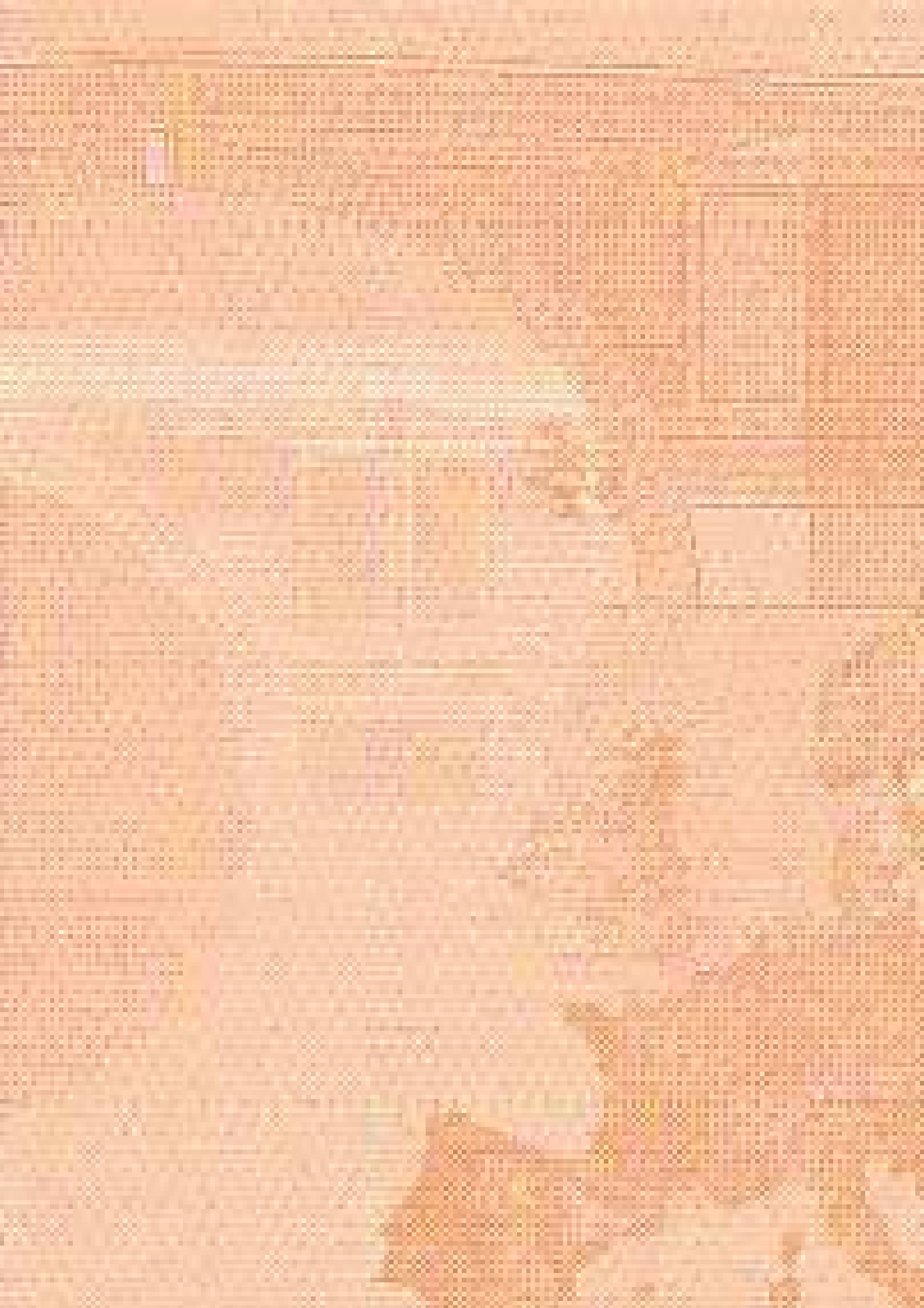
⁴ « *Asset prices and banking stability* », BCE, avril 2000

bancaires pour identifier, à un stade précoce, les établissements de crédit dont on peut penser qu'ils sont exposés à des risques élevés ou croissants ou que leurs contrôles internes sont insuffisants. Quelles que soient leurs orientations nationales – étant donné qu'ils sont aménagés en fonction des caractéristiques et des besoins spécifiques des systèmes bancaires nationaux – les systèmes prudentiels d'évaluation des risques existant dans l'UE partagent de nombreux traits communs. Les efforts entrepris dans ce domaine par le Comité de la surveillance bancaire ont essentiellement porté sur l'analyse des systèmes déjà en exploitation ou en cours d'élaboration par les autorités de surveillance bancaire et les banques centrales nationales de plusieurs pays membres. Les contacts ont dépassé le cadre de l'UE dans la mesure où une étude des systèmes utilisés par la Société canadienne d'assurance des dépôts et par le Système fédéral de Réserve des États-Unis a aussi été effectuée et présentée aux autorités de surveillance de l'UE et aux banques centrales nationales représentées au sein du Comité de la surveillance bancaire.

Bien qu'elles soient essentiellement destinées à servir à la gestion des risques de crédit par les institutions financières, les centrales de risques peuvent également être utilisées

comme outil de contrôle prudentiel. Les échanges de renseignements entre autorités nationales dans le domaine des centrales de risques actuellement opérationnelles se sont intensifiés. Bien que les obstacles juridiques auxquels certains pays sont confrontés empêchent encore actuellement les échanges de renseignements transfrontière entre centrales de risques pour une utilisation par les banques commerciales, le Comité de surveillance bancaire s'efforce actuellement de résoudre tous les problèmes techniques et opérationnels liés à une possible ouverture. Il a été convenu, au cours des discussions sur la restructuration de l'architecture financière internationale et à la lumière des enseignements des récentes crises, que la nécessité d'une coopération étendue s'étendait aussi au suivi des expositions d'ordre systémique dans une optique transfrontière⁵. Les aspects positifs et négatifs de la mise en place d'une centrale de risques internationale ont été examinés. D'autres travaux ont été effectués pour examiner la faisabilité d'une centrale de risques pour la zone euro.

5 Cf. aussi le chapitre 4



Chapitre VII

La production des billets de banque en euro et les préparatifs de l'échange des espèces

I La production des billets de banque en euro

Les billets de banque en euro et les éléments qui les composent sont produits dans différents pays européens par les BCN ainsi que par des entreprises privées et publiques. La production des billets de banque en euro a démarré en juillet 1999 après la réalisation couronnée de succès d'une série pilote. Avant la fin de l'année, l'impression avait commencé dans neuf des onze imprimeries participant à la production des billets en euro. Le fait que la production ait débuté plus tard dans certaines imprimeries est dû soit à la quantité de billets en euro qu'elles doivent imprimer, soit à la nécessité de produire des billets de banque nationaux.

Pour l'instant, ce sont les valeurs unitaires pour lesquelles les volumes de production seront les plus importants qui sont imprimées en premier. Au 1^{er} janvier 2002, quelque 13 milliards de billets de banque en euro

auront été imprimés pour les onze pays participants : 9 milliards en vue de remplacer les billets nationaux et 4 milliards en tant que stocks logistiques (cf. tableau 10). La valeur nominale de ces billets de banque s'élève approximativement à 600 milliards d'euros. Les estimations du nombre de billets en euro à imprimer avant le lancement seront mises à jour chaque année afin de tenir compte d'éventuels changements dans la demande de billets.

Les procédures de sécurité en matière de production et de transport des billets et des éléments qui les composent ont été réexaminées et renforcées. Un ensemble de règles impératives a été défini en vue d'assurer un niveau de sécurité minimal commun dans les différents sites de production.

2 La qualité des billets de banque et pièces de monnaie en euro

La qualité des billets de banque

Produire des billets de banque selon les mêmes normes de qualité dans onze imprimeries – en utilisant des matières premières provenant de fournisseurs différents – constitue une tâche exigeante. Il est impératif d'assurer une apparence identique aux billets et un fonctionnement cohérent des machines de tri ainsi que des accepteurs de billets, conformément aux meilleures pratiques suivies dans la production de billets de banque nationaux. À cet effet, des procédures bien définies d'inspection et de contrôle de la qualité ont été établies.

Toutes les imprimeries participant à la production des billets de banque en euro ont mis en œuvre un système commun de gestion de la qualité, basé sur des normes ISO¹. La structure de ce système commun est axée sur la qualité de chacun des billets de banque. Des procédures détaillées de vérification et de test ont été définies afin d'évaluer le respect

des normes ; celles-ci ont été testées au cours de la production de la série pilote.

La mise en œuvre et l'application appropriées du système de gestion de la qualité sont évaluées par la BCE sur la base de rapports mensuels détaillés, préparés par les imprimeries, et d'audits effectués sur les sites de production.

La qualité des pièces de monnaie

Les pièces de monnaie en euro sont produites dans dix pays par quatorze hôtels des monnaies différents. En juin 1999, les ministres des Finances de l'UE, les hôtels des monnaies et la BCE sont convenus d'un système détaillé de gestion de la qualité en vue d'assurer une qualité élevée et uniforme des pièces de monnaie en euro. Chaque hôtel des monnaies est responsable de la qualité de

¹ ISO 9002 : 1994

ses propres pièces conformément à des règles communes. La BCE agit en qualité d'expert indépendant. Elle évalue les rapports mensuels sur la qualité des pièces produites

et effectue des visites dans les hôtels des monnaies. La BCE avertirait immédiatement les ministres des Finances si des problèmes de qualité devaient surgir.

3 La protection contre la contrefaçon des billets et des pièces en euro

Depuis la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE d'établir une base de données à la BCE en vue d'enregistrer toutes les données techniques et statistiques sur les faux billets et pièces en euro, le processus d'élaboration du système de surveillance de la contrefaçon (SSC), comprenant la base de données elle-même, les outils nécessaires pour l'exploiter et les liens avec les divers utilisateurs, a progressé. Les besoins des utilisateurs ont été définis et formeront la base des travaux futurs. Un projet de structure technique du SSC a été élaboré et les travaux préparatoires pour le développement de l'analyse opérationnelle ont démarré.

En novembre 1999, la BCE a publié le *Rapport sur la protection juridique des billets de banque dans les États membres de l'UE*. Ce rapport est le résultat d'une étude approfondie des différents aspects du régime juridique applicable à la protection des billets de

banque en euro, à savoir notamment : la contrefaçon ; la protection des droits d'auteur ; les dispositifs anti-copie destinés à équiper le matériel de reproduction ; l'adoption et la publication des maquettes de billets en euro ; l'échange des billets en euro mutilés ou usés ; le retrait de la circulation des billets en euro ; l'émission de billets de banque par des entités autres que la BCE et les BCN et celle de billets n'ayant pas cours légal, encore appelés « vignettes » ou billets de fantaisie.

Des contacts ont été établis, voire renforcés, avec Europol, Interpol et la Commission européenne en vue de conclure les accords appropriés en matière de communication et de collaboration, accords qui seront de la première importance pour assurer une circulation efficace de l'information en rapport avec la prévention de la contrefaçon et la lutte contre celle-ci.

4 La campagne EURO 2002

Le Conseil des gouverneurs a sélectionné un groupe de communication international en vue de l'assister dans l'organisation d'une campagne d'information, destinée à préparer l'introduction des billets et pièces en euro, le 1^{er} janvier 2002. Chaque BCN sera l'interlocuteur privilégié de ce groupe au niveau national.

Les principaux objectifs de la campagne EURO 2002 sont les suivants :

- apprendre au public et, plus particulièrement, aux différents groupes cibles à

reconnaître les billets de banque en euro authentiques ;

- entraîner les caissiers des magasins et des banques à examiner les billets en euro de manière rapide et efficace afin de détecter d'éventuelles contrefaçons ;
- garantir l'accueil favorable des billets et pièces en euro ; et
- préparer progressivement l'ensemble du public à l'introduction des billets et pièces en euro en ne cessant d'attirer son attention sur les graphismes.

Dans ce contexte, l'expression « public » fait référence non seulement à la population résidente de la zone euro, mais aussi aux citoyens d'autres pays dans lesquels les billets en euro circuleront, ainsi qu'aux visiteurs des

pays de la zone euro. La campagne sera menée en coordination avec la Commission européenne et les États membres de la zone euro, ainsi qu'avec la Grèce.

5 Le passage aux billets de banque et pièces de monnaie en euro en 2002

Le cadre du passage

En vue d'assurer le bon déroulement de l'opération, il faut que l'organisation du passage aux billets et pièces en euro soit précisée suffisamment à l'avance pour permettre à toutes les parties concernées de commencer les préparatifs requis en temps voulu. Au cours du second semestre de 1999, d'intenses échanges de vues ont eu lieu entre toutes les parties concernées, ce qui a permis aux ministres représentés au Conseil Ecofin, en étroite collaboration avec les BCN et conformément aux avis exprimés par la BCE, de conclure un accord sur les grandes lignes de l'échange des espèces. Celui-ci se présente comme suit :

- Les États membres feront de leur mieux pour assurer que l'essentiel des opérations en espèces puisse être effectué en euro pour la fin de la quinzaine qui suit le 1^{er} janvier 2002.
- Les États membres participants considèrent que la période de circulation parallèle des billets et pièces en monnaie nationale et en euro devrait durer idéalement entre quatre semaines et deux mois. Les États membres peuvent faciliter l'échange des anciens billets et anciennes pièces de monnaie après cette période.
- Afin de mettre en circulation une quantité suffisante de numéraire dans les tout premiers jours de janvier 2002, il serait utile que les institutions financières et certains autres groupes, entre autres les entreprises de transport de fonds et les commerçants, soient approvisionnés en billets et pièces de monnaie quelque temps avant le 1^{er} janvier 2002. Les États membres rappellent que cette

préalimentation ne doit pas avoir pour effet de mettre en circulation des billets et pièces en euro avant le 1^{er} janvier 2002.

- Afin d'aider les citoyens à se familiariser avec les nouvelles pièces de monnaie et de faciliter l'échange, les États membres conviennent que mettre, sur demande, des quantités limitées de pièces de monnaie à la disposition du public, entre autres des groupes vulnérables de la population, peut être envisagé, mais pas avant la seconde quinzaine de décembre 2001.

Ce cadre permet aux États membres de procéder à l'échange des espèces de la manière qui convient le mieux aux conditions propres à chaque pays.

La préalimentation

La nécessité de préalimenter les banques en billets et pièces de monnaie en euro avant le 1^{er} janvier 2002 – et, par l'intermédiaire de celles-ci, en principe, certains autres groupes cibles – et le délai nécessaire de mise en œuvre dépendent en grande partie du scénario de passage à l'euro fiduciaire que chaque pays a adopté ainsi que de l'infrastructure logistique nationale. De manière générale, toute préalimentation devrait être effectuée « le plus tard possible et dès que la nécessité l'impose ». Conformément à ce principe, le Conseil des gouverneurs s'est prononcé sur des dates harmonisées pour les premières livraisons afin d'alimenter des groupes cibles appropriés en billets et pièces en euro avant le premier jour de l'échange. Chaque BCN serait libre d'agir à l'intérieur du délai maximal imparti afin de faire face aux besoins nationaux en matière de préalimentation.

S'agissant des différents groupes cibles, tous les pays participants reconnaissent la nécessité d'alimenter les banques commerciales tant en billets qu'en pièces en euro avant le premier jour de l'échange. Il s'agit d'une condition préalable pour un passage rapide et harmonieux des espèces à l'euro. En outre, les pays sont d'accord sur la nécessité d'alimenter, par l'intermédiaire des banques, le secteur de la distribution ou des parties de celui-ci en pièces de monnaie en euro avant le premier jour de l'échange (préalimentation subsidiaire). Cela tient au fait que, contrairement aux billets, les pièces sont généralement mises en circulation effective par le secteur de la distribution, plutôt que par les banques. En d'autres termes, le secteur de la distribution devra disposer de montants suffisants de pièces en euro, dès le premier jour de leur mise en circulation, afin de pouvoir faire le change des billets que les consommateurs auront retirés aux guichets automatiques de banque (GAB) et aux guichets bancaires. Comme signalé plus haut, la réalimentation contribuerait à répondre à la nécessité de terminer le processus de passage dans un délai relativement court.

Conformément à la déclaration commune publiée par le Conseil Ecofin, plusieurs États membres envisagent de réalimenter les consommateurs en pièces en euro au cours de la seconde quinzaine de décembre 2001. S'agissant des billets en euro, le Conseil des gouverneurs considère que la possibilité de réalimenter le public est exclue par les articles 10 et 11 du Règlement du Conseil (CE) n° 974/98 concernant l'introduction de l'euro, étant donné qu'elle aurait le même effet qu'une mise en circulation de ces billets.

6 La circulation des espèces avant 2002

Le 1^{er} janvier 1999, les unités monétaires nationales sont devenues des subdivisions de l'euro. Cependant, les billets et pièces en euro ne seront pas émis avant le 1^{er} janvier 2002. Dans l'intervalle, la circulation de billets dans la zone euro consiste en signes monétaires

L'adaptation des GAB, des machines de tri et accepteurs de billets et de pièces

On peut s'attendre à ce qu'un nombre considérable de billets en euro seront distribués par le biais des GAB ou échangés via les accepteurs de billets. En outre, les consommateurs souhaiteront dès le départ utiliser les billets et pièces en euro pour payer des biens et services disponibles à partir de divers types de distributeurs automatiques. Enfin, les banques et les entreprises de transport de fonds auront besoin de matériel adapté, pour compter et trier les billets et pièces en euro de manière fiable et sûre, dès la mise en circulation de ceux-ci.

Par conséquent, il convient de souligner que l'adaptation des machines en question revêtira une importance cruciale pour l'introduction en douceur des billets et pièces en euro en 2002.

Des discussions à ce sujet ont commencé avec le secteur concerné et ses associations représentatives depuis plusieurs années. Elles ont porté essentiellement sur la question de la disponibilité, dans les délais appropriés, de l'information sur les spécifications techniques des billets et pièces en euro et sur la disponibilité de ces données pour le développement et l'essai des détecteurs et autres dispositifs requis.

En 2000, le secteur concerné aura l'occasion de tester les détecteurs et les autres matériels avec des billets en euro, en un lieu central prévu par la BCE. En 2001, il pourra le faire de façon décentralisée².

² En ce qui concerne les pièces en euro, le secteur a la possibilité d'effectuer des tests dans des centres prévus à cet effet par les États membres.

émises. Au cours de la période de transition, pour assurer la substituabilité des unités monétaires nationales, l'échange des billets libellés dans les monnaies nationales de la zone euro est régi par l'article 52 des statuts du SEBC, qui dispose que :

« Après la fixation irrévocable des taux de change, le Conseil des gouverneurs prend les mesures nécessaires pour assurer que les billets libellés en monnaies ayant des taux de change irrévocablement fixés sont échangés au pair par les BCN ».

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé que les BCN ou leur agent agréé permettront, dans un endroit au moins du territoire national, soit d'échanger les billets de banque d'autres pays participants contre des billets et pièces libellés en monnaie nationale, soit de les porter sur demande au crédit d'un compte auprès de l'établissement effectuant l'échange, si la législation nationale l'autorise ; dans les deux cas, l'échange se fera au pair. Les BCN peuvent limiter le nombre et/ou la valeur totale des billets de banque qu'elles sont disposées à accepter pour toute transaction donnée ou en un seul jour.

Conformément aux dispositions précitées, quelque 500 succursales des BCN, réparties dans toute la zone euro, ont participé à l'échange de billets d'autres pays de la zone. Sur le plan pratique, l'échange effectué dans le cadre de l'article 52 s'est déroulé sans problèmes dans l'ensemble des pays participants durant l'année sous revue.

En outre, les BCN peuvent rapatrier les billets d'autres pays participants, désigner un agent pour effectuer ce service de rapatriement en leur nom ou utiliser les canaux de rapatriement commerciaux existants.

Au total, 115,7 millions de billets, représentant une valeur de 6,2 milliards d'euros, ont été rapatriés dans leur pays d'émission respectif. Les montants (en valeur) les plus élevés étaient libellés en liras italiennes (1,7 milliard d'euros), en florins des Pays-Bas (1,1 milliard d'euros) et en schillings autrichiens (0,8 milliard d'euros).

Tableau 10
Quantité de billets de banque en euro à produire pour le 1^{er} janvier 2002

(Estimations faites en 1999 en millions de billets de banque)

Belgique	530
Allemagne	4 030
Espagne	1 925
France	2 585
Irlande	180
Italie	1 950
Luxembourg	45
Pays-Bas	605
Autriche	520
Portugal	450
Finlande	170
Total de l'UE à 11	12 990



Chapitre VIII

L'évolution du cadre statistique

La production et le développement de statistiques couvrant la zone euro qui contribuent à la conduite de la politique monétaire de l'Eurosystème, comme le prévoit le traité instituant la Communauté européenne (le « Traité ») constituent le principal objet des travaux statistiques que la BCE mène en étroite coopération avec les BCN qui collectent les données des agents déclarants.

Les statistiques monétaires et bancaires, les taux d'intérêt et les émissions de titres

La BCE a publié les premières données relatives au bilan consolidé du secteur des Institutions financières monétaires (IFM) ainsi que les statistiques monétaires qui en découlent, en décembre 1998. Depuis, ces données paraissent mensuellement dans le mois qui suit la date de déclaration. Les statistiques ont été perfectionnées en 1999. En mars 1999 (pour les données relatives à février), la croissance des agrégats monétaires a été calculée pour la première fois sur la base des flux, c'est-à-dire après corrections pour reclassements, réévaluations et autres variations ne provenant pas des transactions ; les taux de croissance étaient précédemment calculés sur la base d'encours. Les variations du bilan consolidé des IFM sous la forme de flux sont devenues disponibles au même moment. Dès la publication des statistiques monétaires pour mai 1999, à la fin juin, les trois agrégats monétaires (M1, M2 et M3) ont été disponibles en données provisoires corrigées des variations saisonnières. Les données des bilans sont également utilisées pour calculer les réserves obligatoires auxquelles sont assujettis les établissements de crédit.

Tous les trimestres, les déclarations des IFM contiennent des informations plus détaillées, telle qu'une analyse par secteur, par devise et par échéance de leurs activités, y compris des informations complémentaires sur les types de prêts. Des données trimestrielles limitées ont été publiées pour la première fois dans le *Bulletin mensuel* d'avril 1999. Leur couverture

a été élargie depuis, pour inclure notamment des données rétrospectives.

La « Liste des IFM » est mise à jour chaque mois et publiée sur le site Internet de la BCE. L'objectif est de maintenir une application cohérente de la définition d'IFM dans la zone euro (et aussi dans l'Union européenne).

La BCE a publié des données sur les émissions de titres de créance pour la première fois en novembre 1999. Ces données recouvrent les nouvelles émissions, les remboursements et les émissions nettes par les résidents de la zone euro, respectivement en euro et dans d'autres monnaies, les émissions libellées en euro par les non-résidents de la zone euro ainsi que les encours.

Depuis le début de 1999, la BCE a également publié une série de taux d'intérêt du marché monétaire et de rendements d'emprunts publics dans la zone euro ainsi que différents taux représentant les taux d'intérêts créditeurs et débiteurs appliqués par les IFM pour leurs activités grand public. Les marchés bancaires grand public restent plutôt fragmentés dans la zone euro. Les données à partir desquelles ces taux sont établis ne sont pas encore totalement comparables à travers la zone euro et les résultats doivent être utilisés surtout pour analyser les évolutions dans le temps des taux d'intérêt appliqués aux particuliers plutôt que les niveaux.

Des travaux ont débuté en 1999 pour améliorer la comparabilité des statistiques sur les taux d'intérêt applicables aux particuliers : cela peut prendre un certain temps et doit rester en phase avec les progrès attendus de l'intégration des marchés financiers grand public de la zone euro. Des améliorations similaires seront aussi nécessaires pour les statistiques relatives aux émissions de titres. Des informations supplémentaires qui ne peuvent être obtenues à partir des bilans des IFM, par exemple sur les détenteurs de titres négociables émis par les IFM, doivent également être affinées. Des corrections des statistiques monétaires et sur les émissions de titres ont dû être effectuées pour la

plupart des mois, même si leur incidence, à en juger par l'expérience des statistiques établies de plus longue date pour le bilan des IFM, devrait diminuer à mesure que les systèmes se mettront en place. Enfin, les statistiques sur les autres institutions financières (non monétaires), en particulier les organismes de placement collectif, et sur l'activité liée aux produits financiers dérivés sont en cours de définition.

La balance des paiements, les statistiques sur la position extérieure (y compris les réserves) et les taux de change effectifs

Les premiers agrégats mensuels de la balance des paiements de la zone euro couvrant les principaux postes ont été publiés en avril 1999, avec des données en écu remontant au début de 1998. Les premiers chiffres trimestriels, plus détaillés, ont été publiés en septembre. Les premières données nettes sur la position extérieure de la zone euro, relatives à la fin de 1997 et à la fin de 1998, ont été publiées dans le *Bulletin mensuel* de décembre 1999.

Les concepts et définitions suivis pour les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure sont généralement conformes à la cinquième édition du *Manuel de la balance des paiements* du FMI (octobre 1993), même si des écarts par rapport à la norme sont tolérés dans les statistiques mensuelles pour que des délais très courts puissent être respectés. Les États membres ont consenti beaucoup d'efforts pour parvenir à l'harmonisation avant la publication des premières données. Toutefois, les révisions constatées dans certains pays montrent que le processus n'est pas encore arrivé à son terme. Les efforts d'amélioration de la qualité des données seront poursuivis en 2000. La BCE a joué un rôle actif, en collaboration avec la Commission européenne (Eurostat), les BCN et les instituts de statistiques dans l'analyse des divergences que présentent les statistiques de la balance des paiements.

Les investissements de portefeuille et le compte « autres investissements » constituent les principaux défis en termes de collecte des statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure. Une difficulté majeure, qui a des répercussions sur l'ensemble des statistiques financières, est la comptabilisation des portefeuilles de titres négociables ainsi que les ventilations nécessaires.

Les réserves de change de l'Eurosystème sont publiées depuis avril avec les données de la balance des paiements. Ces données comprennent les créances en devises de l'Eurosystème sur les non-résidents de la zone euro ainsi que l'or, les droits de tirage spéciaux et les positions de réserve au FMI. Les créances en devises sur les résidents de la zone euro, comme les dépôts non libellés en euro placés auprès de banques situées dans les États membres participants, sont publiées séparément, mais ne sont pas intégrées aux réserves de change. Des préparatifs ont été menés en vue de la publication à partir de mars 2000 des données sur les réserves de change de l'Eurosystème conformément à la nouvelle norme établie par le FMI et la BRI.

Dans les premiers mois de la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM), la BCE a utilisé une mesure du taux de change effectif de l'euro établie par la BRI. Depuis octobre 1999, la BCE a publié son propre indice, calculé comme la moyenne géométrique pondérée des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux monnaies de treize pays, en prenant en compte les échanges bilatéraux ainsi que la concurrence sur les marchés tiers. Un indice « réel » mensuel inclut l'ajustement pour les variations des prix à la consommation dans la zone euro et les pays concurrents.

Les comptes financiers

La BCE élabore des statistiques sur les comptes financiers qui couvrent les flux financiers et une situation des encours d'actifs et d'exigibilités financiers en vue de

compléter l'analyse monétaire et la recherche économique.

Les principales sources de ces données seront les bilans consolidés des IFM de la zone euro, les statistiques de la balance des paiements et des émissions de titres, les statistiques financières du secteur public dans les pays de la zone euro et les comptes financiers nationaux, comme le requiert le Système européen des comptes 1995 (SEC 95) qui constitue un puissant instrument d'harmonisation.

À l'heure actuelle, la BCE publie des données annuelles relatives à l'épargne, aux investissements et au financement des secteurs privés non financiers de la zone euro à partir des comptes de capital et financiers nationaux. L'intention est de compiler ces données à partir des sources trimestrielles précitées de la zone euro, en faisant le meilleur usage possible des données des comptes financiers nationaux.

Les statistiques économiques

L'objectif principal qu'assigne le Traité au SEBC est de maintenir la stabilité des prix. La mesure des prix utilisée à cet effet est l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour l'ensemble de la zone euro. La BCE recourt aussi à une vaste gamme de données économiques afin de développer une large évaluation des perspectives d'évolutions des prix et des risques pour la stabilité des prix dans la zone euro. La BCE s'intéresse par conséquent de près à la qualité et à la disponibilité des statistiques sur les prix et les coûts, les comptes nationaux, les données du marché du travail et les indicateurs économiques en général. Des données d'enquêtes qualitatives sont aussi utilisées. La fréquence et l'opportunité sont des éléments qualitatifs importants en ce qui concerne leur contribution à la conduite de la politique monétaire.

De nouveaux progrès ont été réalisés dans le domaine de l'IPCH. Sa couverture a été

élargie pour inclure les secteurs de la santé, de l'enseignement et de la protection sociale, bien qu'aucune donnée rétrospective ne soit disponible pour les nouvelles rubriques couvertes. La question du traitement à réserver aux dépenses relatives aux habitations occupées par leurs propriétaires reste en suspens.

La Commission européenne (Eurostat) publie trois estimations trimestrielles du PIB de la zone euro, après 70, 100 et 120 jours. Des estimations sont nécessaires, car tous les pays de la zone euro n'établissent pas de comptes trimestriels à l'heure actuelle. L'introduction du SEC 95 s'est avérée plus difficile que prévu. Certains indicateurs, particulièrement les statistiques du marché du travail, font toujours défaut pour de nombreux pays, ce qui rend impossible la confection d'agrégats pour la zone euro conformes aux comptes nationaux. Le manque de données sur l'emploi et les coûts de main-d'œuvre pour la zone euro affecte également des indicateurs dérivés, comme les coûts unitaires de main-d'œuvre.

La Commission européenne publie des agrégats au niveau de la zone euro pour plusieurs indicateurs à court terme, en particulier la production industrielle et les prix à la production. La plupart des indicateurs ne couvrent pas l'ensemble des pays de la zone euro et reposent sur des estimations. La rapidité d'obtention des données s'est améliorée en 1999. Une mise en œuvre intégrale du Règlement du Conseil de l'UE sur les statistiques à court terme (1998) prendra plusieurs années en raison de dérogations. La BCE recourt à des enquêtes adéquates sur la confiance des entreprises et des consommateurs, qui sont menées tous les mois par la Commission européenne.

La coopération avec la Commission européenne

Les statistiques monétaires et bancaires relèvent de la responsabilité de la BCE au niveau européen. La responsabilité pour les

statistiques de la balance des paiements, de la position extérieure et des comptes financiers est partagée entre la BCE et la Commission européenne (Eurostat). Les statistiques sur les prix et les coûts et les autres statistiques économiques sont de la compétence de la Commission européenne. Cette répartition des responsabilités a bien fonctionné en 1999.

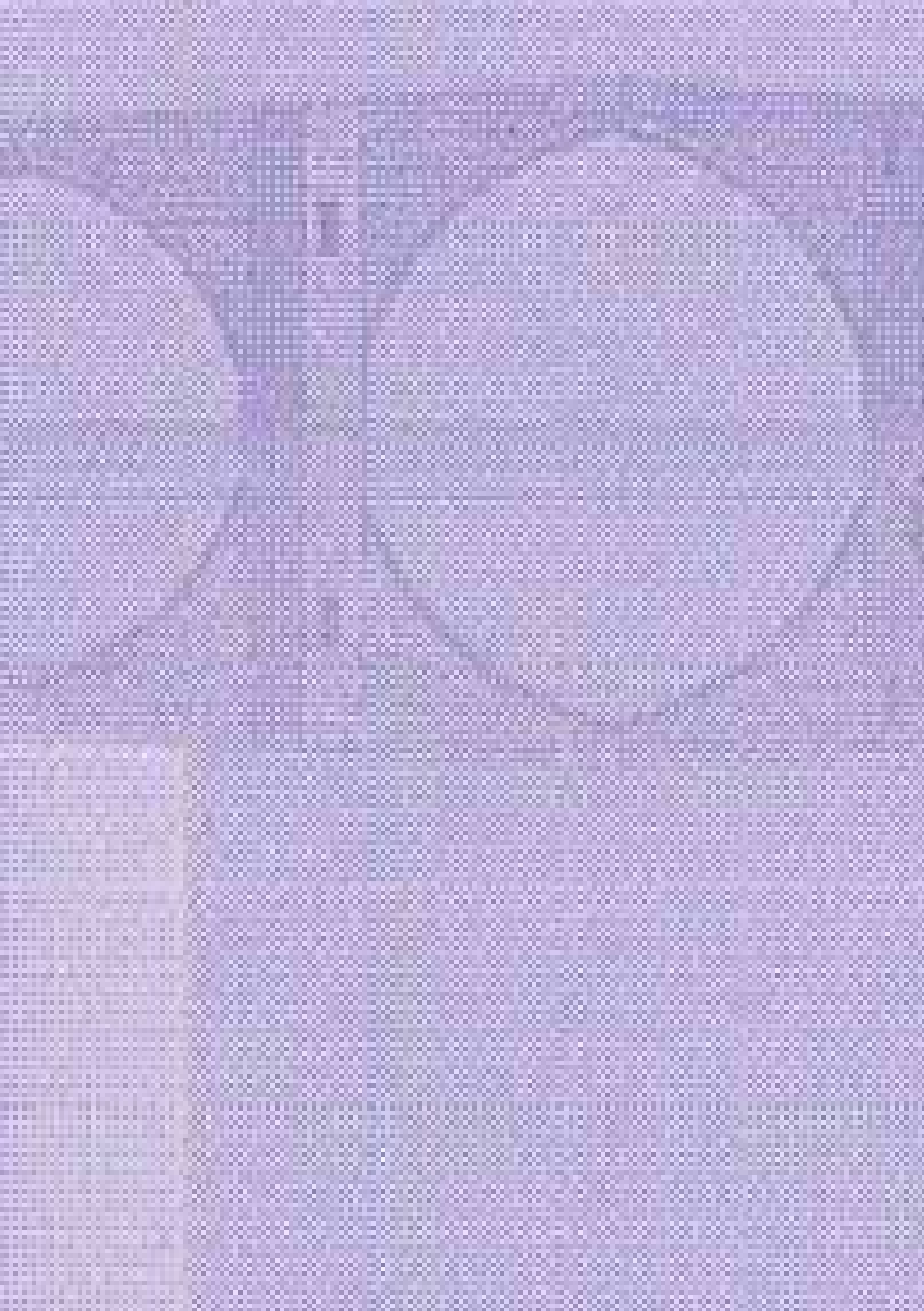
La coopération avec les institutions internationales

Conformément à l'article 5.1 des statuts du SEBC, la BCE coopère également étroitement avec les institutions internationales sur les questions statistiques. La coopération menée en 1999, surtout avec la BRI et le FMI, a été particulièrement étroite dans les domaines des statistiques de la balance des paiements et des réserves de change, des émissions de titres (la BRI étant la source des données

pour les émissions libellées en euro par les non-résidents de la zone euro) et pour les données relatives à l'utilisation internationale de l'euro.

Les statistiques relatives aux États membres ne participant pas à la zone euro

Tous les États membres ont été fermement encouragés à entreprendre les préparatifs statistiques en vue de la participation à la phase III de l'UEM. En pratique, la BCE reçoit un ensemble complet de données des États membres non participants. Celles-ci sont utilisées pour analyser les évolutions économiques et financières dans ces pays. L'intégration des statistiques relatives à ces pays dans les agrégats de la zone euro nécessitera toutefois un travail intensif avec le ou les pays concernés au cours de la période précédant l'élargissement de la zone euro.



Chapitre IX

Les autres missions et activités

I Les fonctions consultatives

L'article 105 (4) du Traité et l'article 4 des statuts du SEBC stipulent que la BCE est consultée, le cas échéant, par le Conseil de l'UE ou par les autorités nationales responsables, sur toute proposition de législation communautaire ou nationale relevant de sa compétence.

Les limites et les conditions régissant la consultation par les autorités nationales sur les projets de textes de loi sont indiquées dans la Décision du Conseil 98/415/CE du 29 juin 1998.

En outre, la BCE peut être consultée sur une base volontaire par les autorités nationales sur les projets de réglementation mettant en

œuvre des Directives de la Communauté relevant de son domaine de compétence.

Au total, vingt-deux consultations ont été effectuées en 1999, parmi lesquelles trois concernaient des actes juridiques communautaires et dix-neuf des projets de dispositions législatives nationales ressortissant au domaine de compétence de la BCE. Ce chiffre est inférieur à celui de 1998 (64 consultations), dans la mesure où la législation portant sur les statuts des BCN et sur l'introduction de l'euro a été votée avant janvier 1999.

L'encadré ci-dessous résume les consultations entamées en 1999.

Encadré 7

Procédures de consultation en 1999

N°	Initiateur	Objet
1	Espagne	Mise en œuvre de la Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (« Directive concernant le caractère définitif du règlement »)
2	Italie	Amendements à la loi sur l'introduction de l'euro
3	Italie	Production et émission des pièces de monnaie
4	Grèce	Dématérialisation des actions de la Banque de Grèce
5	Autriche	Autorité de surveillance bancaire
6	Commission européenne	Règles détaillées pour la mise en œuvre du Règlement (CE) n° 2494/95 du Conseil relatif aux normes minimales pour le traitement des assurances dans les indices des prix à la consommation harmonisés ¹
7	Autriche	Mise en œuvre de la Directive 97/5/CE du 27 janvier 1997 concernant les virements transfrontière et de la Directive concernant le caractère définitif du règlement
8	Commission européenne	Amendement au Règlement (CE) n° 2214/96 de la Commission relatif aux sous-indices des indices des prix à la consommation harmonisés ²
9	Suède	Mise en œuvre de la Directive concernant le caractère définitif du règlement
10	Allemagne	Troisième loi sur l'introduction de l'euro
11	Conseil de l'UE	Règles détaillées pour la mise en œuvre du Règlement (CE) n° 2494/95 du Conseil relatif aux normes minimales pour le traitement des produits

¹ JO C252, 3.9.1999, p4
² JO C285, 7.10.1999, p14

	des secteurs de la santé, de l'enseignement et de la protection sociale dans les indices des prix à la consommation harmonisés ³
12 Irlande	Projet de loi sur le droit d'auteur et les droits connexes
13 Pays-Bas	Protection des établissements de crédit et autres institutions financières contre les exigibilités résultant de la clôture des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres le 31 décembre 1999
14 Portugal	Projet de loi dotant la Banque du Portugal de la compétence : (a) de produire et d'imprimer de la monnaie fiduciaire et d'autres imprimés de sécurité ; (b) d'assurer la diffusion des billets de banque ; et (c) de développer des services liés à l'exercice de ces activités
15 Portugal	(a) Cadre juridique des établissements de crédit et des sociétés financières en ce qui concerne le Fonds de garantie des dépôts ; et (b) les activités du Fonds de garantie des dépôts
16 Espagne	Dispositions concernant le versement des bénéfices de la Banque d'Espagne au ministère de l'Économie et des Finances
17 Luxembourg	Obligations contractuelles du secteur financier qui devaient être respectées au 31 décembre 1999
18 Grèce	Amendements aux statuts de la Banque de Grèce
19 Luxembourg	Mise en œuvre de la Directive concernant le caractère définitif du règlement
20 France	Statuts et rôle de l'IEDOM (Institut d'émission des départements d'outre-mer)
21 France	Statuts et rôle de l'IEDOM
22 Luxembourg	Statistiques de la balance des paiements

³ JO C324, 12.11.1999, p11

2 Le respect des interdictions du financement monétaire de l'État et de l'accès privilégié aux institutions financières

En vertu de l'article 237d (anciennement article 180d) du Traité portant création de la Communauté européenne (le Traité), la BCE a pour mission de surveiller le respect par les quinze BCN de l'UE des dispositions visées aux articles 101 et 102 (anciennement articles 104 et 104a respectivement) du Traité et dans les Règlements du Conseil (CE) correspondants n^{os} 3603/93 et 3604/93. L'article 101 interdit à la BCE et aux BCN d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux autorités publiques et aux institutions ou organes de la Communauté, comme il interdit l'acquisition directe, auprès d'eux, des instruments de leur dette. L'article 102 interdit les mesures, ne relevant

pas de considérations d'ordre prudentiel, qui établissent un accès privilégié des autorités publiques et des institutions ou organes communautaires aux institutions financières. Dès le début de la deuxième phase de l'UEM, l'Institut monétaire européen a assumé cette tâche de surveillance. À partir du 1^{er} juin 1998, la BCE a continué de suivre le respect par les BCN des obligations qui leur incombent. Parallèlement, la Commission européenne surveille le respect des dispositions précitées par les États membres.

L'Eurosystème considère qu'il est très important que les dispositions précitées du Traité et les Règlements du Conseil y

afférents soient respectés en toutes circonstances. Le financement monétaire des autorités publiques et des institutions publiques, de même que toute forme d'accès privilégié aux institutions financières, susciteraient des anticipations d'inflation et nuiraient ainsi fortement à la crédibilité de la politique monétaire unique. En outre, ils pourraient réduire les incitations à poursuivre les programmes d'assainissement budgétaire qui s'imposent dans certains pays de la zone euro en fournissant aux autorités publiques un moyen de satisfaire aisément à leurs besoins d'emprunts.

La BCE surveille aussi les achats par les BCN, sur le marché secondaire, des instruments de la dette émis à la fois par le secteur public national et par le secteur public des autres États membres. En vertu du Règlement du

Conseil (CE) n° 3603/93, les acquisitions d'instruments de la dette du secteur public sur le marché secondaire ne doivent pas servir à contourner la règle fixée par l'article 101 du Traité. De tels achats ne devraient pas devenir une forme de financement monétaire indirect du secteur public.

Dans l'ensemble, les informations fournies par les BCN à la BCE confirment que les dispositions des articles 101 et 102 du Traité et des Règlements du Conseil y afférents ont généralement été bien respectés au cours de la période sous revue. Quelques imperfections et problèmes d'ordre technique sont apparus lors du passage à de nouvelles dispositions. Ces défauts sont mineurs et font l'objet de mesures correctrices.

3 Le passage à l'an 2000

En 1999, le SEBC a consacré d'importants efforts et de considérables ressources afin d'assurer une transition sans heurt à l'an 2000. Dans la mesure où le problème posé par l'an 2000 était de nature informatique, la plupart des travaux initiaux ont eu pour objectif de rendre les systèmes informatiques compatibles avec l'an 2000, plus particulièrement les systèmes essentiels nécessaires à la conduite de la politique monétaire et le système *Target*.

Les activités de test et de correction

Un inventaire de tous les logiciels et matériels utilisés à la BCE et dans chaque BCN a été dressé. Le cas échéant, les systèmes ont été remplacés par de nouvelles versions et des logiciels compatibles avec l'an 2000 ont été installés. La BCE et toutes les BCN ont eu la responsabilité de procéder à une série de tests de leurs systèmes internes visant à s'assurer que les systèmes reconnaissent correctement des dates situées en 2000.

Outre les tests portant sur la conformité de son système interne, la BCE a également effectué, dans la mesure du possible au sein d'un environnement fermé dans le cadre de la BCE, le premier test des systèmes destinés à l'ensemble du SEBC. La compatibilité avec l'an 2000 de chacune des composantes des systèmes d'information destinés à l'ensemble de l'Eurosystème a ainsi été testée au cours des premiers mois de 1999.

Une série de tests bilatéraux ont ensuite eu lieu entre la BCE et toutes les BCN de la zone euro ainsi qu'avec d'autres BCN ne faisant pas partie de la zone euro mais qui avaient choisi d'y participer. Ces tests ont été effectués dans le cadre d'une simulation de l'an 2000, avec l'infrastructure de production du SEBC, afin de vérifier la continuité des fonctions des applications. Lors de ces tests, seul un très petit nombre de problèmes liés à l'an 2000 a été identifié. Dans les quelques cas où des problèmes de non-conformité ont été décelés, des travaux de correction ont été entrepris avec succès et, à la fin de l'été 1999,

tous les principaux systèmes de la BCE et du SEBC ont été jugés compatibles avec l'an 2000.

Parallèlement aux autres activités liées à la conformité à l'an 2000 du SEBC, le système *Target* a été soumis à une période de tests intensifs. L'approche utilisée dans le cadre de ces tests a reposé sur la procédure qui avait fait ses preuves lors des tests du système *Target* effectués avant que ce dernier ne soit mis en œuvre le 4 janvier 1999. Après l'achèvement réussi des tests portant sur les différentes composantes nationales et connexions au service SWIFT FIN, des tests ont été effectués entre les différents systèmes, au cours desquels tous les systèmes des BCN et de la BCE ont fait fonctionner le système *Target* durant toute une journée en simulant l'an 2000. Durant cette deuxième phase, un certain nombre d'établissements de crédit ont participé au test du système de règlement brut en temps réel (RBTR) national de chaque pays. Enfin, la compatibilité de *Target* avec l'an 2000 a été vérifiée le samedi 25 septembre 1999. Plusieurs centaines d'établissements de crédit ont démontré leur capacité d'effectuer des opérations d'émission et de réception de paiements transfrontière transitant par *Target* lors d'une « répétition générale » qui a duré toute une journée en simulant l'an 2000. Dans plusieurs pays, les systèmes de paiement nationaux ont également été testés en collaboration avec des tiers.

Dans le même temps, des tests ont été effectués au niveau du modèle de la banque centrale correspondante, un système qui est utilisé pour mobiliser des garanties transfrontière afin de prendre en compte le besoin de garanties lors des opérations de politique monétaire et des systèmes de paiement. Le test n'a fait apparaître aucun problème.

Dans le cadre de sa fonction de surveillance, le SEBC a également été attentif aux progrès réalisés par d'autres systèmes de règlement de paiements de montant élevé et les principaux systèmes de règlement de

paiements de petit montant de l'UE, en particulier ceux dont les soldes de fin de journée sont réglés dans le cadre de *Target*. La stratégie pour l'an 2000 de *Target* étant devenue la norme, des procédures de déclaration nationales ont été mises en place afin de vérifier que tous les systèmes de paiement avaient mené à bien les tests internes avant la fin d'avril 1999 et les tests multilatéraux avant la fin de juillet 1999.

Lorsque les activités de test et de correction ont été terminées, la BCE a décidé d'un moratoire, qui s'est étendu du 1^{er} octobre 1999 au 1^{er} mars 2000, afin de garantir que ses systèmes demeureraient compatibles avec l'an 2000.

Les autres mesures préventives

Pour limiter les transactions le 31 décembre 1999 et permettre aux établissements bancaires d'effectuer leurs opérations de fin d'année et de procéder à des sauvegardes complètes des systèmes nécessaires avant le passage à l'an 2000, la BCE a fait part, le 31 mars 1999, de sa décision de fermer *Target* le 31 décembre 1999. Parallèlement à cette mesure, la BCE a également joué un rôle décisif dans les initiatives réglementaires des États membres de l'UE en proposant un communiqué, qui a été approuvé par les ministres des Finances le 17 avril 1999. Ce communiqué précisait que les États membres devraient prendre les mesures nécessaires pour veiller à ce que, comme c'est le cas les jours fériés légaux ordinaires, aucune obligation contractuelle émanant des établissements de crédit ou des autres agents des marchés financiers, du moins en ce qui concerne les transactions en euro, n'arrive à échéance ou ne soit exécutable le 31 décembre 1999.

Outre ses intenses activités de mise en conformité interne, la BCE a également étudié l'incidence que le passage à l'an 2000 pourrait exercer sur la zone euro. À la suite de cette étude, elle a conclu qu'il était peu probable que les implications monétaires et

économiques du passage à l'an 2000 affectent sa stratégie de politique monétaire à moyen terme. La BCE a estimé qu'il n'était nullement nécessaire que le public dispose de plus gros montants en billets de banque durant la période de transition que ce n'est le cas habituellement en période de fin d'année ; les BCN ont néanmoins assuré que des stocks de billets suffisants seraient disponibles en vue de satisfaire toute demande de précaution extraordinaire.

Par ailleurs, la BCE a procédé à une évaluation minutieuse de la pertinence du cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème en fonction du passage à l'an 2000. L'Eurosystème a annoncé en août 1999 qu'il ne voyait pas la nécessité d'introduire des changements systémiques dans son cadre opérationnel en raison du passage à l'an 2000. En effet, le cadre opérationnel de l'Eurosystème a été, dès le début, conçu pour assurer une flexibilité maximale dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire et il permet ainsi toutes les modifications techniques qui peuvent être jugées opportunes. Le cadre opérationnel de l'Eurosystème a été pourvu de mécanismes conçus pour s'adapter à n'importe quel niveau de demande de liquidité de la part des opérateurs de marché. Étant donné ce qui précède, seule une modification technique mineure a été annoncée le 23 septembre 1999, à savoir qu'aucune nouvelle opération principale de refinancement ne serait lancée durant la première semaine de l'an 2000 et qu'aucune opération de ce type n'arriverait à échéance cette semaine-là, ce qui a été possible en portant à trois semaines l'échéance des deux dernières opérations principales de refinancement de 1999. Une mesure supplémentaire visant à contribuer à un passage sans heurt à l'an 2000 des marchés monétaires a été l'augmentation du volume des adjudications dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme, qui est passé de 15 à 25 milliards d'euros pour les trois dernières opérations de refinancement à plus long terme de 1999.

En outre, les accords existants auxquels la BCE est partie prenante ont été révisés et, le cas échéant, mis à jour, afin de garantir leur applicabilité quel que soit le cas de figure du passage à l'an 2000.

Néanmoins, la BCE n'a pas voulu ignorer l'éventualité que des problèmes inattendus viennent affecter le bon fonctionnement de ses systèmes. À titre préventif, la BCE a dès lors adapté les procédures de secours développées pour le passage à l'euro, afin de garantir leur viabilité en cas de problèmes lors du passage à l'an 2000. Elle a également mis au point des procédures d'urgence qui auraient permis au personnel de la BCE d'accomplir les activités essentielles depuis un autre endroit. Heureusement, les systèmes de la BCE sont passés à l'an 2000 sans problème et aucune des procédures de secours et d'urgence n'a dû être mise en œuvre.

L'infrastructure des communications

En 1999, les divers Comités du SEBC ont consacré d'importantes ressources aux préparatifs du passage à l'an 2000. Afin de garantir la cohérence générale des préparatifs de l'an 2000 au sein du SEBC, le Conseil des gouverneurs a instauré un Comité de coordination pour l'an 2000 au sein du SEBC, qui se composait des coordinateurs pour l'an 2000 de chaque BCN. Ce Comité a été chargé de la coordination entre les institutions du SEBC et entre le SEBC et les organismes internationaux traitant directement des problèmes liés au passage à l'an 2000. Ses principales missions ont consisté à analyser la faisabilité et la pertinence des mesures de secours ainsi que les procédures d'activation de ces dernières, de même qu'à définir des jalons pour le SEBC qui devaient être contrôlés avant, pendant et après le passage à l'an 2000.

Le Comité de coordination pour l'an 2000 du SEBC a été au cœur de l'infrastructure de communication efficace entre la BCE et les BCN, qui avait été spécialement installée pour suivre les évolutions au cours de la période

du passage à l'an 2000. Grâce à l'échange régulier d'informations sur les systèmes et les infrastructures internes du SEBC ainsi que sur les marchés financiers de la zone euro, le Comité a continuellement conservé une vue d'ensemble de la situation des systèmes du SEBC et a été en mesure de déceler très tôt tous les problèmes potentiels. La BCE et les BCN ont également échangé des informations avec le Conseil conjoint an 2000, coordonné par la Banque des règlements internationaux, afin de contribuer à atténuer les risques associés au passage à l'an 2000 au-delà de l'Eurosystème. Ces infrastructures se sont avérées très efficaces.

Un grand nombre de membres du personnel étaient présents à la BCE et dans les différentes BCN lors du week-end de passage à l'an 2000 de façon à garantir un traitement efficace et pratique de tous les problèmes imprévus. Les préparatifs minutieux effectués en 1999 ont été bien récompensés, puisque les activités du week-end de passage à l'an 2000, comme celles du démarrage des opérations le 3 janvier 2000, se sont déroulées sans aucun problème.

4 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires

En vertu de l'article 109I (2) du Traité et de l'article II du Règlement du Conseil (CEE) 1969/88 du 24 juin 1988, la BCE a continué à gérer les opérations d'emprunt et de prêt effectuées par la Communauté européenne au titre du mécanisme de soutien financier à moyen terme.

En 1999, la BCE a reçu des fonds dus au titre du service en intérêts des prêts en cours de la part du seul pays encore emprunteur, l'Italie, et en a versé aux créanciers de la Communauté européenne. Le total des encours de prêts communautaires à l'Italie s'élevait à 2 483 millions d'euros au 31 décembre 1998. Ce chiffre est demeuré inchangé jusqu'au 31 décembre 1999.



Chapitre X

L'information du public et le principe de responsabilité

I La politique d'information de la BCE et ses instruments

I.1 Les objectifs de la politique de communication

La BCE vise, grâce à de nombreux instruments de communication, à tenir le public informé de ses objectifs et missions ainsi qu'à expliquer les raisons de ses interventions. De cette manière, la BCE contribue à remplir les objectifs de la politique de communication de l'Eurosystème, à savoir améliorer la compréhension de la politique monétaire et, par conséquent, favoriser l'adhésion du public aux politiques de l'Eurosystème dans la zone euro et au-delà. Un autre objectif de la politique de communication est la promotion de la connaissance et de la compréhension du mode de fonctionnement du SEBC.

La BCE est attachée aux principes d'ouverture, de transparence et de responsabilité. Elle fournit par conséquent à différents publics des informations détaillées sur son évaluation des évolutions économiques et des marchés financiers dans la zone euro. La diffusion des informations est organisée de façon à garantir un traitement équitable et non discriminatoire des différents pays et médias. Les BCN jouent au sein du SEBC un rôle important dans la réalisation des objectifs de la politique de communication du SEBC.

Des orientations relatives à la politique de communication sont inscrites dans les statuts du SEBC, aux termes desquels la BCE doit publier un rapport sur les activités du SEBC au moins une fois par trimestre. La BCE doit également adresser au Parlement européen, au Conseil de l'UE et à la Commission européenne ainsi qu'au Conseil européen un rapport annuel sur ces activités et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours. La BCE est en outre tenue de publier chaque semaine une situation financière consolidée de l'Eurosystème.

I.2 Les instruments de communication

La BCE, en fait, s'est engagée à aller au-delà de ces exigences. Le président et le vice-président de la BCE exposent les raisons à la base des décisions du Conseil des gouverneurs lors d'une conférence de presse organisée chaque mois immédiatement après la première réunion du Conseil des gouverneurs. La déclaration d'introduction de cette conférence de presse est transmise à la presse et simultanément publiée sur le site Internet de la BCE (<http://www.ecb.int>) ; elle est également disponible sur le site Internet des BCN de l'Eurosystème. Cette méthode présente l'avantage d'exposer, dès après la réunion, l'évaluation faite par le Conseil des gouverneurs de la situation économique et d'expliquer les principaux éléments sous-tendant ses décisions.

De plus amples détails sur l'analyse par le Conseil des gouverneurs de la situation économique et des perspectives d'évolution des prix se trouvent dans le *Bulletin mensuel* de la BCE, qui paraît chaque mois dans les onze langues officielles de la Communauté, une semaine après la première réunion du Conseil des gouverneurs.

Le *Bulletin mensuel* de la BCE est destiné à être un précieux instrument pour les observateurs de la politique monétaire unique de la zone euro, qu'ils soient analystes financiers, professeurs d'économie ou représentants des médias. Cette publication est diffusée à plus de 80 000 exemplaires par numéro, sans compter le nombre de consultations sur le site Internet de la BCE ou des BCN.

De plus, la BCE parraine une série de documents de travail afin de diffuser dans les milieux universitaires ou financiers les plus larges les résultats de recherches menées en son sein. Les sujets traités dans ces documents reflètent les thèmes les plus pertinents pour l'Eurosystème.

Au cours de l'année sous revue, la BCE a également publié plusieurs rapports sur des questions d'actualité destinés à un public de professionnels. Une liste complète des documents publiés figure en annexe du présent *Rapport annuel*. Le *Compendium : Recueil d'instruments juridiques, juin 1998-mai 1999*, publié en octobre 1999, est un recueil complet et systématique de tous les instruments juridiques publiés de la BCE.

La BCE a fait paraître une brochure qui décrit les billets et pièces en euro. Cette brochure est destinée au public et disponible dans les onze langues officielles de la Communauté.

En matière de communication avec le public, cependant, les médias à large diffusion comme les journaux, les magazines, la radio et la télévision sont des intermédiaires très importants. Les médias européens ont montré un vif intérêt pour les politiques de l'Eurosystème et les délibérations du Conseil des gouverneurs. Les membres du Conseil ont tenté de répondre à cet intérêt en accordant des interviews à de nombreux médias. Les discours publics prononcés par les membres du Conseil des gouverneurs ont aussi donné lieu à de nombreux articles dans la presse européenne et internationale.

Comme l'ensemble des publications et des communiqués de presse, de très nombreux discours donnés par les membres du Directoire sont disponibles sur le site Internet de la BCE. Celui-ci contient aussi une documentation de base et une vaste gamme de statistiques sur l'économie de la zone euro.

Par ailleurs, le site Internet de la BCE fournit des liens avec les sites de l'ensemble des BCN des pays de l'Union européenne, où beaucoup d'instruments sont disponibles dans les langues respectives. Avec l'utilisation croissante d'Internet comme moyen de communication, l'importance du site Internet pour la politique de communication de la BCE ne cesse de se développer. Le nombre de consultations (une ou plusieurs pages ouvertes par le même ordinateur pendant une session) du site de la BCE confirme une demande considérable d'informations par cette voie. En 1999, ce chiffre a varié entre 20 000 et 40 000 par semaine, avec des pics les semaines des conférences de presse ou de publication de documents importants.

Une caractéristique intrinsèque de cet instrument de communication est l'effet multiplicateur résultant de la diffusion des documents de la BCE via d'autres sites de l'Internet. S'il est impossible de le quantifier, il ne faut pas le sous-estimer.

Les efforts de description et d'explication de la politique monétaire de l'Eurosystème ne seraient pas complets si des contacts personnels n'existaient pas entre les membres du personnel de la BCE et les leaders et les relais d'opinion, comme les professeurs et les étudiants en économie, en administration des affaires, en droit et dans tout autre domaine universitaire concerné. À cette fin, des groupes de visiteurs sont reçus à la BCE pratiquement chaque jour ouvrable de l'année. En 1999, le nombre total de ces visiteurs, venant du monde entier, mais bien entendu surtout des pays de l'Union, a dépassé 10 000.

2 La responsabilité

2.1 L'indépendance et la responsabilité des banques centrales dans l'Union économique et monétaire

L'indépendance institutionnelle des banques centrales permet aux responsables de la politique monétaire de se consacrer prioritairement au maintien de la stabilité des prix de manière durable et crédible, sans devoir tenir compte de considérations politiques à court terme. Une longue analyse théorique, soutenue par une solide base empirique, étaye la thèse que l'indépendance de la banque centrale conduit à une meilleure conception et mise en œuvre de la politique monétaire et, dès lors, à une plus grande stabilité des prix. L'indépendance a par conséquent été donnée à de nombreuses banques centrales nationales dans le monde. Ce modèle se reflète également dans la construction institutionnelle de l'Eurosystème, tel que fixé dans le Traité. En vertu du Traité, ni la BCE, ni les onze BCN de la zone euro, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter, dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été assignés, des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Le Traité requiert en outre formellement que les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des BCN dans l'accomplissement de leurs missions.

Pour conserver sa légitimité démocratique, une banque centrale indépendante doit aussi être responsable. Un cadre doit être créé à cette fin qui permette au public et aux instances politiques compétentes de contrôler la politique menée par l'institution indépendante et d'évaluer si elle accomplit les missions qui lui ont été confiées et agit dans les limites de ses responsabilités. Il en résulte que sa mission doit être définie de façon

nette et précise. Ainsi, les décisions et les activités des institutions peuvent être évaluées en fonction d'une référence spécifique. Lorsque la mission contient plusieurs objectifs, il est essentiel que la hiérarchie des priorités soit clairement établie. La réalisation ou non d'une mission doit être jugée par référence au résultat observable de la politique qui est menée. L'objectif principal de l'Eurosystème est de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. L'objectif principal est la référence ultime pour l'appréciation des performances de l'Eurosystème. La BCE a annoncé une définition quantitative de la stabilité des prix qui précise, en termes clairs, le critère de mesure des résultats de l'Eurosystème, ce qui facilite les comptes rendus.

2.2 Le rôle du Parlement européen et l'obligation de la BCE de rendre compte

La BCE dispose, aux termes du Traité, de plusieurs canaux pour la mise en œuvre pratique de son obligation de responsabilité. Comme décrit ci-dessus, la BCE est soumise à de strictes obligations en matière d'information vis-à-vis du public et, plus spécifiquement, du Parlement européen, du Conseil de l'Union européenne, de la Commission européenne et également du Conseil européen.

En ce qui concerne la responsabilité spécifique de la BCE vis-à-vis du Parlement européen, le Traité stipule que le président de la BCE et les autres membres du Directoire peuvent, à la demande du Parlement européen ou de leur propre initiative, être entendus par les commissions compétentes du Parlement européen. Conformément au règlement du Parlement européen, le président de la BCE est invité à participer à des réunions de la commission compétente au moins quatre fois par an en vue de faire une déclaration et de répondre à des questions.

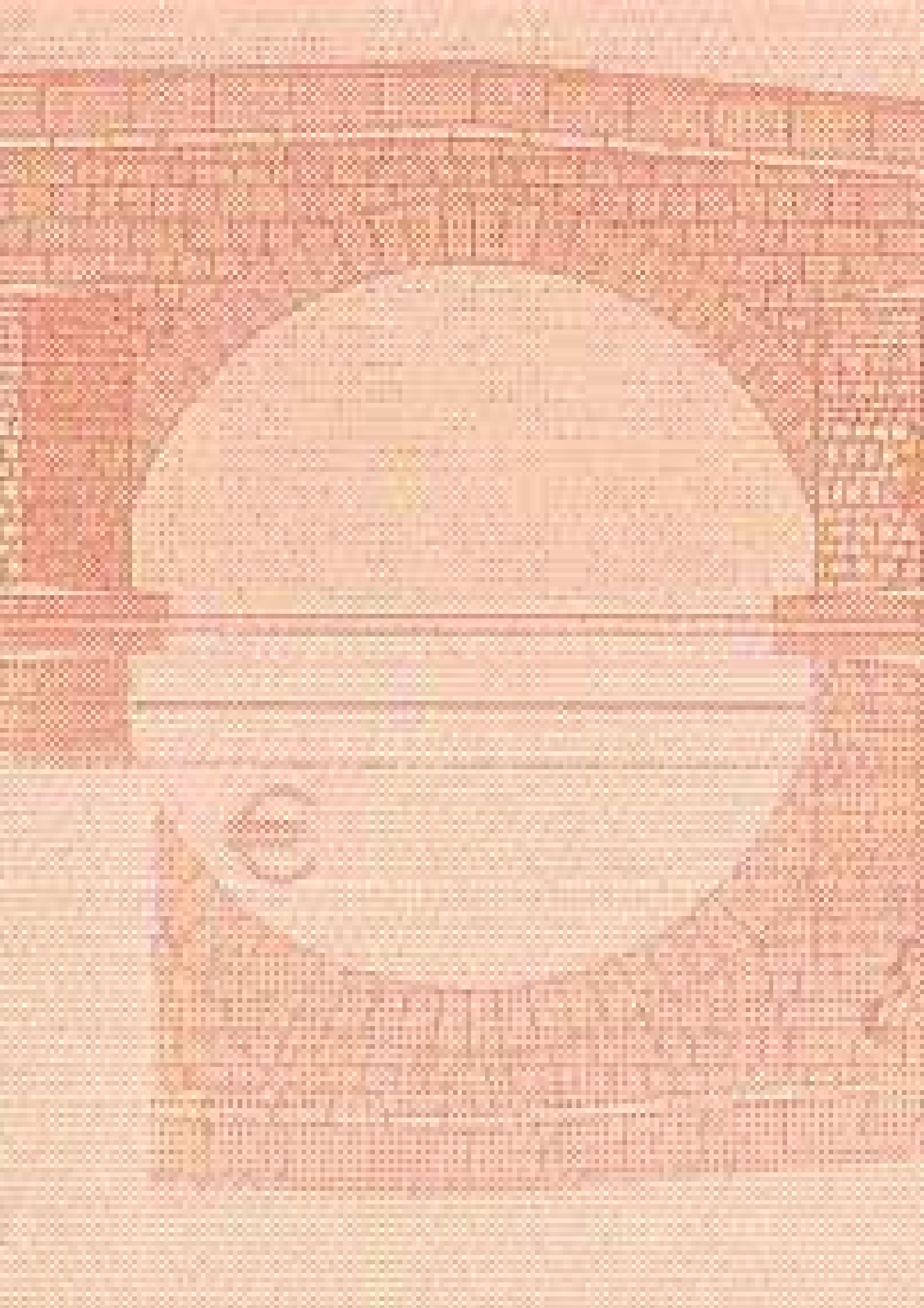
Les auditions régulières du président par la commission économique et monétaire peuvent certainement être considérées comme l'une des pierres angulaires du processus à travers lequel la BCE doit rendre des comptes. Dans ce contexte, la BCE a pris note de la décision du Parlement européen de réorganiser ses procédures de fonctionnement interne et d'ériger la commission économique et monétaire en commission à part entière. Lors de leur audition par cette commission, le président de la BCE et les autres membres du Directoire de la BCE ont la possibilité d'expliquer en détail, dans le cadre de la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème, l'évaluation faite par la BCE des évolutions économiques et monétaires en cours, qui sous-tendent les décisions de politique monétaire ainsi que les décisions prises par la BCE dans d'autres sphères de sa compétence.

Les procès-verbaux de ces auditions sont publiés sur les sites Internet du Parlement européen et de la BCE peu après chaque audition afin de mettre le plus vite possible à la disposition du public les déclarations du président et les discussions menées pendant les séances de questions-réponses au cours des auditions. En 1999, ces auditions, qui sont

menées trimestriellement, se sont déroulées les 18 janvier, 19 avril, 27 septembre et 29 novembre.

Le Traité dispose en outre que le président de la BCE présente, au Parlement européen, un rapport annuel sur les activités et la politique monétaire du SEBC qui peut organiser un débat général sur cette base. Conformément à cette disposition, le président a participé, le 26 octobre 1999, à la session plénière du Parlement européen afin de présenter le *Rapport annuel 1998* de la BCE.

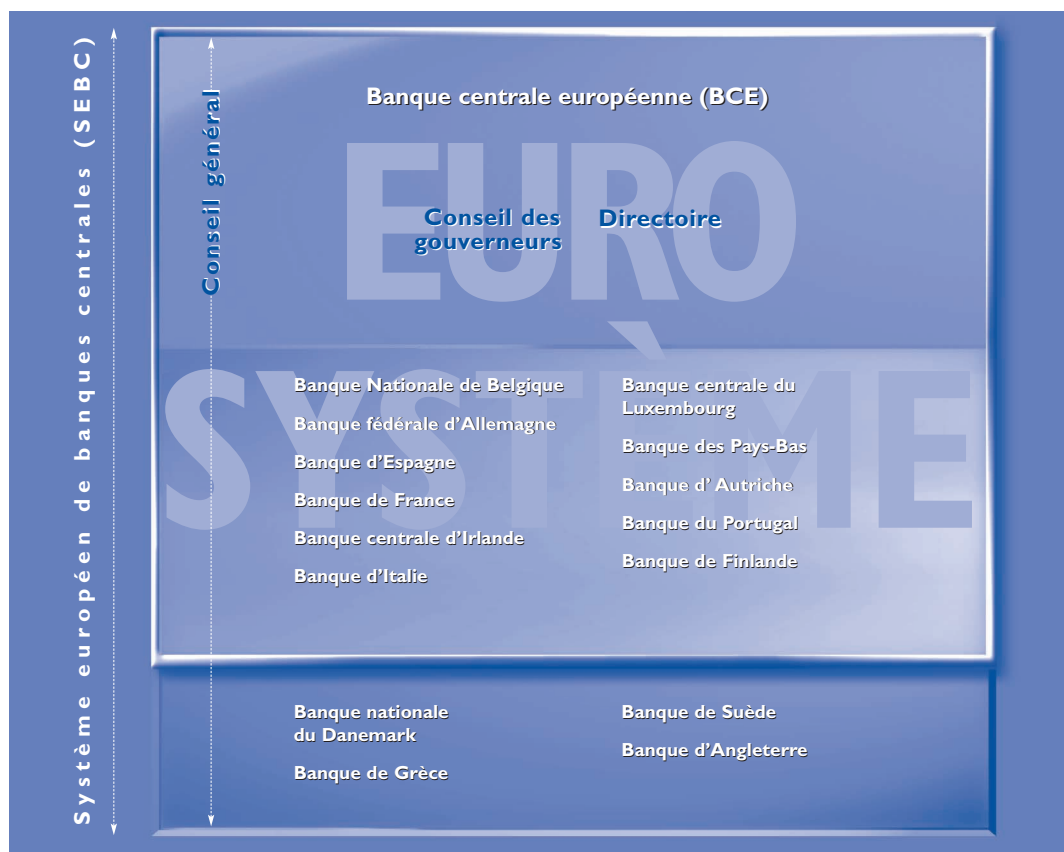
Par ailleurs, le Parlement européen a invité des membres du Directoire et du personnel de la BCE à participer à des auditions supplémentaires sur plusieurs questions spécifiques, y compris, notamment, la représentation externe de l'Eurosystème, la préparation des billets en euro et des questions statistiques. Ces auditions constituent une tribune supplémentaire à laquelle la BCE peut exposer ses avis et en expliquer les raisons. En outre, une relation de travail étroite s'est développée entre la BCE et le Parlement européen, qui inclut, par exemple, des visites occasionnelles de membres de la commission économique et monétaire à la BCE.



Chapitre XI

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

I L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales



Le Système européen de banques centrales (SEBC) se compose de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales (BCN) des quinze États membres de l'UE, c'est-à-dire qu'il inclut les BCN des quatre États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro. Afin de renforcer la transparence et de faciliter la compréhension de la structure des banques centrales de l'UE, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté le terme d'« Eurosystème » pour définir l'ensemble formé par la BCE et les BCN des États membres qui ont adopté l'euro. Cette distinction entre l'Eurosystème et le SEBC demeurera tant qu'il y aura des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro.

La BCE est dotée de la personnalité juridique de droit public international. Elle se trouve au cœur de l'Eurosystème et veille à ce que les missions de l'Eurosystème soient exécutées,

soit par ses activités propres, soit par l'intermédiaire des BCN. En ce qui concerne la manière dont les missions du SEBC doivent être accomplies, la BCE est attachée au principe de la décentralisation, conformément aux statuts du SEBC.

Chaque BCN est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit national de chaque pays. Bien qu'étant dotées d'une personnalité juridique distincte, les BCN de la zone euro font partie intégrante de l'Eurosystème. À ce titre, les BCN remplissent les missions qui sont confiées à l'Eurosystème conformément aux règles établies par la BCE. Au travers, entre autres, de la participation de leurs représentants respectifs aux divers Comités du SEBC (cf. section 4 ci-après), les BCN contribuent également aux travaux du SEBC. Les BCN sont autorisées à assumer des fonctions autres que celles relevant de l'Eurosystème, sauf si le Conseil des

gouverneurs juge que ces fonctions interfèrent avec les objectifs et missions de l'Eurosystème.

2 Les organes de décision de la BCE

L'Eurosystème et le SEBC sont dirigés par les organes de décision de la BCE, à savoir le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Sans préjudice de leur rôle, le Conseil général constitue un troisième organe de décision de la BCE, si et tant que certains États membres n'ont pas encore adopté l'euro comme monnaie. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le traité portant création de la Communauté européenne (le « Traité »), les statuts du SEBC et le Règlement intérieur¹. Alors que les décisions relatives aux objectifs et missions de l'Eurosystème/SEBC sont prises de manière centralisée, les opérations sont effectuées dans la zone euro de manière décentralisée et sont exécutées par les BCN dans la mesure jugée possible et appropriée.

En prenant les décisions de politique monétaire ou relatives à d'autres missions de l'Eurosystème, les membres du Conseil des gouverneurs n'agissent pas en qualité de représentants nationaux, mais en toute indépendance personnelle. Cela se reflète dans le principe « une personne, une voix ».

En 1999, le Conseil des gouverneurs s'est, en règle générale, réuni toutes les deux semaines dans les locaux de la BCE à Francfort-sur-le-Main. Deux de ces réunions ont toutefois pris la forme d'une téléconférence. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé de se réunir deux fois par an dans un autre pays de la zone euro à partir de l'an 2000. En 2000, une réunion se tiendra à la Banque d'Espagne, à Madrid, et une autre à la Banque de France, à Paris.

2.1 Le Conseil des gouverneurs

Le *Conseil des gouverneurs*, qui est l'organe de décision suprême de la BCE, comprend l'ensemble des membres du Directoire ainsi que les gouverneurs des BCN des États membres qui ont adopté l'euro. Conformément au Traité, les principales responsabilités du Conseil des gouverneurs sont les suivantes :

- arrêter les orientations et prendre les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées au SEBC ; et
- 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 l'approvisionnement de l'Eurosystème en réserves et arrêter les orientations nécessaires à leur exécution.

¹ Le Règlement intérieur a été publié au Journal officiel des Communautés européennes ; cf. Règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 125 du 19.5.1999, p. 34 ; Règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 75 du 20.3.1999, p.36 ; Décision de la Banque centrale européenne du 12 octobre 1999 concernant le Règlement intérieur du Directoire de la Banque centrale européenne (BCE/1999/7), JO L 314 du 8.12.1999, p. 34. À l'exception de celui de cette dernière, les textes ont été reproduits dans le premier annuaire juridique de la BCE : « Compendium : Recueil d'instruments juridiques, juin 1998 – mai 1999 », publié en octobre 1999.

Le Conseil des gouverneurs



Au second rang (de gauche à droite) : Luis Ángel Rojo, Guy Quaden, Tommaso Padoa-Schioppa, Jean-Claude Trichet, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, Yves Mersch, Maurice O'Connell, Vitor Manuel Ribeiro Constâncio, Nout Wellink, Matti Vanhala, Ernst Welteke, Eugenio Domingo Solans. Au premier rang (de gauche à droite) : Otmar Issing, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen.

Willem F. Duisenberg
 Christian Noyer
 Vítor Manuel Ribeiro Constâncio
 (depuis le 23 février 2000)
 Eugenio Domingo Solans
 Antonio Fazio
 Sirkka Hämäläinen
 Otmar Issing
 Klaus Liebscher
 Yves Mersch
 Maurice O'Connell
 Tommaso Padoa-Schioppa
 Guy Quaden (depuis le 1^{er} mars 1999)
 Luis Ángel Rojo
 António José Fernandes de Sousa
 (jusqu'au 22 février 2000)
 Hans Tietmeyer (jusqu'au 31 août 1999)
 Jean-Claude Trichet
 Matti Vanhala
 Alfons Verplaetse (jusqu'au 28 février 1999)
 Nout Wellink
 Ernst Welteke (depuis le 1^{er} septembre 1999)

Président de la BCE
 Vice-Président de la BCE
 Gouverneur du Banco de Portugal

 Membre du Directoire de la BCE
 Gouverneur de la Banca d'Italia
 Membre du Directoire de la BCE
 Membre du Directoire de la BCE
 Gouverneur de l'Oesterreichische Nationalbank
 Gouverneur de la Banque centrale du Luxembourg
 Gouverneur de la Central Bank of Ireland
 Membre du Directoire de la BCE
 Gouverneur de la Banque nationale de Belgique
 Gouverneur du Banco de España
 Gouverneur du Banco de Portugal

 Président de la Deutsche Bundesbank
 Gouverneur de la Banque de France
 Gouverneur de Suomen Pankki
 Gouverneur de la Banque nationale de Belgique
 Président de la Nederlandsche Bank
 Président de la Deutsche Bundesbank

2.2 Le Directoire

Le *Directoire* est composé du président, du vice-président et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les gouvernements des États membres de la zone euro, au niveau des chefs d'État ou de gouvernement. Les principales responsabilités du Directoire sont les suivantes :

- la préparation des réunions du Conseil des gouverneurs ;
- la mise en œuvre de la politique monétaire conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des

gouverneurs et, en conséquence, la transmission des instructions nécessaires aux BCN de l'Eurosystème ;

- la responsabilité des affaires courantes de la BCE ; et
- l'exercice de certains pouvoirs qui lui sont délégués par le Conseil des gouverneurs, y compris ceux de nature réglementaire.

En règle générale, le Directoire se réunit au moins une fois par semaine afin de décider, entre autres, du volume alloué lors des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème.



Au second rang (de gauche à droite) : Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing, Sirkka Hämäläinen, Eugenio Domingo Solans.

Au premier rang (de gauche à droite) : Christian Noyer, Willem F. Duisenberg.

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer
Eugenio Domingo Solans
Sirkka Hämäläinen
Otmar Issing
Tommaso Padoa-Schioppa

Président de la BCE
Vice-Président de la BCE
Membre du Directoire de la BCE
Membre du Directoire de la BCE
Membre du Directoire de la BCE
Membre du Directoire de la BCE

2.3 Le Conseil général

Le Conseil général est composé du président et du vice-président de la BCE ainsi que des gouverneurs des quinze BCN, à savoir ceux des États membres participant à la zone euro et ceux des non participants. Il effectue les missions reprises de l'Institut monétaire européen qui, dans la mesure où tous les États membres n'ont pas adopté l'euro, doivent toujours être accomplies par la BCE durant la phase III de l'Union économique et monétaire. C'est la raison pour laquelle la principale responsabilité du Conseil général

est de faire le rapport sur les progrès vers la convergence accomplis par les États membres qui ne participent pas à la zone euro² et de donner des conseils dans le cadre des préparatifs nécessaires à la fixation irrévocable des taux de change des monnaies de ces États membres (cf. chapitre III). En outre, le Conseil général concourt à des activités spécifiques du SEBC, telles que les fonctions consultatives (cf. chapitre IX) et la collecte d'informations statistiques (cf. chapitre VIII). En 1999, le Conseil général s'est réuni tous les trois mois à Francfort.

2 Conformément au Protocole relatif à certaines dispositions concernant le Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord et au Protocole relatif à certaines dispositions concernant le Danemark, qui figurent tous deux en annexe du Traité, ces rapports devront être établis, dans le cas du Royaume-Uni et du Danemark, uniquement si ces derniers décident d'adopter l'euro.

Le Conseil général



Au second rang (de gauche à droite) : Yves Mersch, Urban Bäckström, Nout Wellink, Jean-Claude Trichet, Maurice O'Connell, Lucas D. Papademos, Klaus Liebscher, Matti Vanhala, Vítor Manuel Ribeiro Constâncio, Luis Ángel Rojo, Ernst Welteke, Edward A.J. George, Guy Quaden. Au premier rang (de gauche à droite) : Antonio Fazio, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen.

Willem F. Duisenberg

Christian Noyer

Bodil Nyboe Andersen

Urban Bäckström

Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

(depuis le 23 février 2000)

Antonio Fazio

Edward A. J. George

Klaus Liebscher

Yves Mersch

Maurice O'Connell

Lucas D. Papademos

Guy Quaden (depuis le 1^{er} mars 1999)

Luis Ángel Rojo

António José Fernandes de Sousa

(jusqu'au 22 février 2000)

Hans Tietemeyer (jusqu'au 31 août 1999)

Jean-Claude Trichet

Matti Vanhala

Alfons Verplaetse (jusqu'au 28 février 1999)

Nout Wellink

Ernst Welteke (depuis le 1^{er} septembre 1999)

Président de la BCE

Vice-Président de la BCE

Gouverneur de la Danmarks Nationalbank

Gouverneur de la Sveriges Riksbank

Gouverneur du Banco de Portugal

Gouverneur de la Banca d'Italia

Gouverneur de la Bank of England

Gouverneur de l'Oesterreichische Nationalbank

Gouverneur de la Banque centrale du Luxembourg

Gouverneur de la Central Bank of Ireland

Gouverneur de la Bank of Greece

Gouverneur de la Banque nationale de Belgique

Gouverneur du Banco de España

Gouverneur du Banco de Portugal

Président de la Deutsche Bundesbank

Gouverneur de la Banque de France

Gouverneur de Suomen Pankki

Gouverneur de la Banque nationale de Belgique

Gouverneur de la Nederlandsche Bank

Président de la Deutsche Bundesbank

3 L'organisation de la BCE

3.1 Le gouvernement d'entreprise

Depuis la création de la BCE, les intérêts financiers de ses actionnaires sont protégés et contrôlés par les commissaires aux comptes extérieurs, conformément à l'article 27.1 des statuts du SEBC, d'une part et, pour ce qui concerne certains aspects spécifiques, par la Cour des comptes européenne, conformément à l'article 27.2 des statuts du SEBC, d'autre part. En outre, la BCE dispose de ses propres procédures d'audit et de contrôle internes, qui respectent les règles générales en matière de structures de contrôle des établissements de crédit et financiers privés. La Direction de l'audit interne évalue en permanence l'efficacité et les services de contrôle interne de la BCE. Cette Direction participe à l'examen de la fiabilité et de l'intégrité des informations financières. En outre, le Comité des auditeurs internes (cf. section 4) assure une coopération au niveau de l'UE entre les services d'audit interne du SEBC, en définissant conjointement des programmes et des normes d'audit qui doivent être utilisés de façon décentralisée pour examiner les infrastructures communes à l'échelle du SEBC. L'autorité budgétaire de la BCE est exercée par le Conseil des gouverneurs, qui adopte le budget de la BCE, sur la proposition du Directoire. Par ailleurs, le Comité budgétaire assiste le Conseil des gouverneurs pour les questions qui concernent le budget de la BCE. Il convient de signaler que, parmi l'ensemble des contrôles internes, la BCE dispose également de règles internes visant à empêcher les fraudes en matière d'informations sensibles relatives aux marchés financiers (règles relatives aux délits d'initiés et « murailles de Chine »).

À cet égard, la BCE partage le souci du Parlement européen, du Conseil de l'UE et de la Commission européenne en ce qui concerne la nécessité de lutter contre la fraude et a rejoint l'initiative communautaire contre la fraude. Le 7 octobre 1999, un Comité antifraude a été instauré en vue de

mettre en œuvre un plan antifraude au sein de la BCE³. Le Comité antifraude se compose de trois personnes indépendantes dont la réputation et l'expérience professionnelle sont reconnues dans les domaines du fonctionnement des banques centrales, de la justice et de la lutte contre la criminalité ainsi que de la prévention et de la détection de la fraude, toutes désignées par le Conseil des gouverneurs, à savoir *John L. Murray*, juge près la Cour suprême d'Irlande, *Erik Ernst Nordholt*, conseiller du ministre de l'Intérieur des Pays-Bas et ancien préfet de police d'Amsterdam, *Maria Schaub*, gouverneur de la Banque nationale d'Autriche de 1990 à 1995. Les membres du Comité antifraude ont pris leurs fonctions le 1^{er} janvier 2000⁴. À la suite des conclusions du Conseil européen de Cologne, qui s'est tenu en juin 1999, une relation de coopération sera établie avec l'Office européen de lutte antifraude (OLAF). Au sein de la BCE, la Direction de l'audit interne a pour mission de mener toutes les enquêtes en matière de prévention et de détection de la fraude et fait dans ce cadre directement rapport au Comité antifraude.

3.2 L'évolution des effectifs

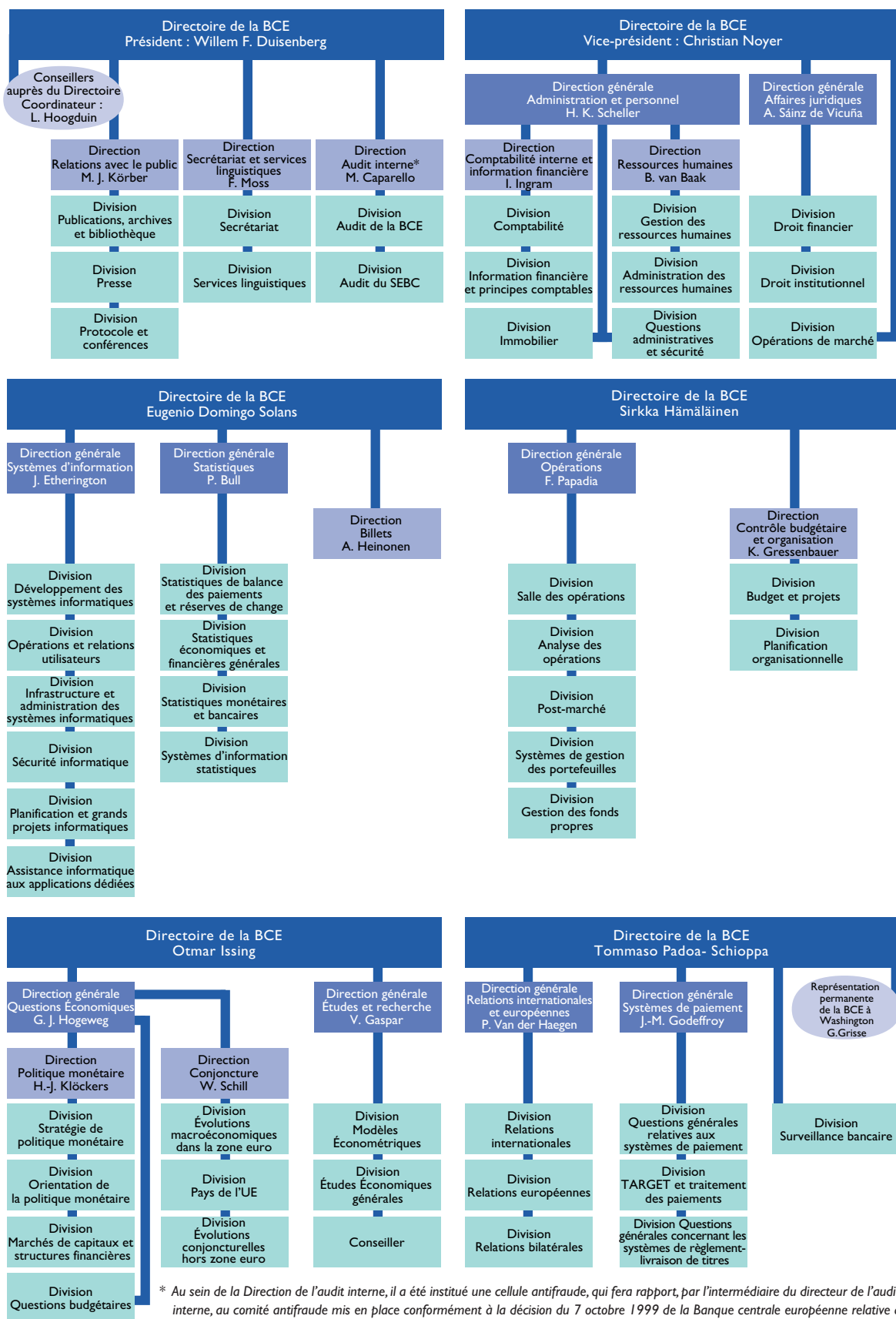
À la fin de 1999, le nombre de personnes employées par la BCE, issues des quinze États membres, atteignait 732 personnes, par rapport à 534 à fin 1998. Le 2 décembre 1999, le Conseil des gouverneurs a approuvé le budget de la BCE pour 2000, année durant laquelle il est envisagé de faire passer l'effectif du personnel de la BCE à un peu plus de 1 000 unités. Le Directoire a dès lors décidé de procéder à un certain nombre d'ajustements organisationnels visant à

³ Cf. la Décision de la Banque centrale européenne du 7 octobre 1999 concernant la prévention de la fraude (BCE/1999/5), JO L 291 du 13.11.1999, p. 36. Le Règlement intérieur du Directoire de la Banque centrale européenne a été amendé en conséquence par un nouvel article 9a, cf. JO L 314 du 8.12.1999, p. 34.

⁴ Cf. la Décision de la Banque centrale européenne du 16 novembre 1999 portant nomination des membres du Comité antifraude de la Banque centrale européenne (BCE/1999/8), JO L 299 du 20.11.1999, p. 40.

renforcer la structure directoriale de la BCE, que reflète la nouvelle version de l'organigramme de la BCE, qui est entré en vigueur le 4 janvier 2000.

3.3 L'organigramme de la BCE



4 Les Comités du SEBC

Les Comités du SEBC ont continué de jouer un rôle important dans l'accomplissement des missions de l'Eurosystème/SEBC. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, ils ont apporté leur expertise dans leurs domaines de compétence et ont facilité le processus de prise de décision. Les Comités du SEBC se composent de représentants des banques centrales de l'Eurosystème et, le cas échéant, d'autres organismes compétents, comme les autorités de surveillance nationales dans le cas du Comité de la surveillance bancaire. Les BCN des États membres ne faisant pas partie de la zone euro ont également chacune désigné un

représentant chargé de participer aux réunions des Comités du SEBC chaque fois que ceux-ci traitent de problèmes qui ressortissent au domaine de compétence du Conseil général. Le SEBC compte actuellement treize Comités, parmi lesquels douze ont été mis sur pied en application de l'article 9 du Règlement intérieur de la Banque centrale européenne. Toutefois, le Comité budgétaire, qui assiste le Conseil des gouverneurs pour les questions relatives au budget de la BCE, a été mis en place en application de l'article 15 du Règlement intérieur de la Banque centrale européenne.

Les Comités du SEBC et leurs présidents

Comité de la comptabilité et du revenu monétaire
(AMICO)
Hanspeter K. Scheller

Comité des relations internationales
(IRC)
Hervé Hannoun

Comité de la surveillance bancaire
(BSC)
Edgar Meister

Comité juridique
(LEGCO)
Antonio Sáinz de Vicuña

Comité des billets
(BANCO)
Antti Heinonen

Comité des opérations de marché
(MOC)
Francesco Papadia

Comité de la communication externe
(ECCO)
Manfred J. Körber

Comité de la politique monétaire
(MPC)
Gert Jan Hogeweg

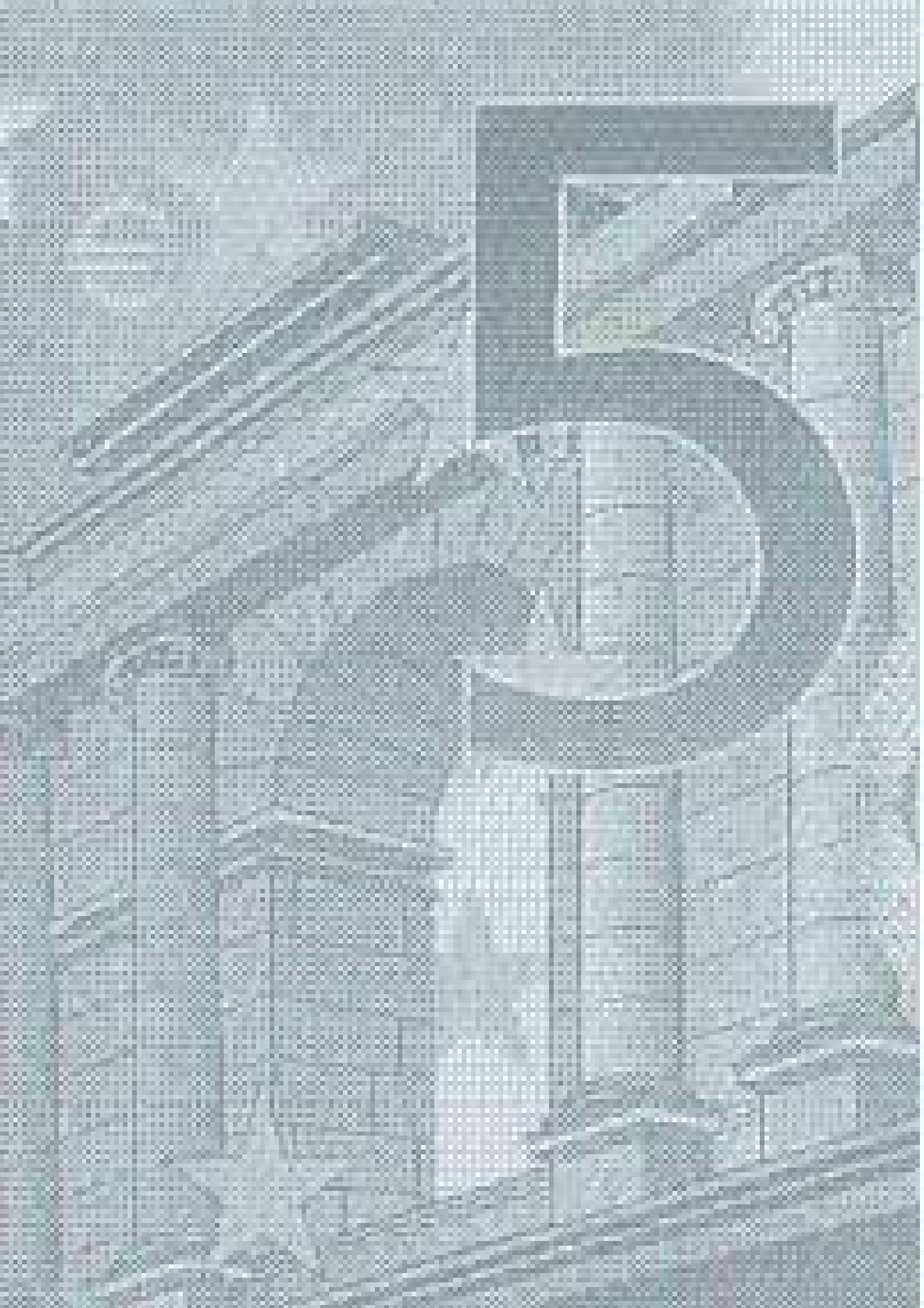
Comité des systèmes d'information
(ITC)
Jim Etherington

Comité des systèmes de paiement et de règlement
(PSSC)
Jean-Michel Godeffroy

Comité des auditeurs internes
(IAC)
Michèle Caparello

Comité des statistiques
(STC)
Peter Bull

Comité budgétaire
(BUKOM)
Liam Barron



Chapitre XII

Comptes annuels de la Banque centrale européenne et bilan consolidé de l'Eurosystème 1999

Bilan au 31 décembre 1999

Actif	Numéro de rubrique de l'annexe	1999 euros	1998 euros
1 Avoirs et créances en or	1	6 956 995 273	0
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises	2	41 923 041 208	343 047 341
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro Créances sur les contreparties du secteur financier	2	2 595 090 860	0
4 Créances en euro sur des non-résidents de la zone euro Comptes auprès des banques, titres et prêts	3	3 002 567 659	3 739 796 108
5 Titres en euro émis par des résidents de la zone euro	4	3 537 141 285	0
6 Autres actifs			
6.1 Immobilisations corporelles et incorporelles	5.1	42 589 467	30 112 071
6.2 Autres actifs financiers	5.2	641 807 406	25 276 953
6.3 Produits à recevoir et charges constatées d'avance	5.3	777 032 332	553 582
6.4 Divers	5.4	6 774 149	3 458 140
		1 468 203 354	59 400 746
7 Perte de l'exercice		247 281 223	0
Total de l'actif		59 730 320 862	4 142 244 195

Passif	Numéro de rubrique de l'annexe	1999 euros	1998 euros
1 Engagements en euro envers d'autres résidents de la zone euro	6	1 080 000 000	0
2 Engagements en euro envers des non-résidents de la zone euro	7	301 656 911	0
3 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro Dépôts, comptes et autres engagements	8	4 708 950 946	0
4 Engagements envers l'Eurosystème			
4.1 Engagements au titre du transfert des réserves de change	9.1	39 468 950 000	0
4.2 Autres engagements envers l'Eurosystème (nets)	9.2	1 720 937 646	0
		41 189 887 646	0
5 Autres engagements	10		
5.1 Écarts de réévaluation sur instruments de hors-bilan		0	725 321
5.2 Charges à payer et produits constatés d'avance		1 237 727 166	4 172 760
5.3 Divers		302 605 481	78 550 581
		1 540 332 647	83 448 662
6 Provisions	11	21 862 239	31 006 791
7 Comptes de réévaluation	12	6 860 539 710	697 979
8 Capital et réserves	13		
8.1 Capital		3 999 550 250	3 999 550 250
8.2 Réserves		27 540 513	0
		4 027 090 763	3 999 550 250
9 Bénéfice de l'exercice		0	27 540 513
Total du passif		59 730 320 862	4 142 244 195

Compte de résultats pour l'exercice clos le 31 décembre 1999

	Numéro de rubrique de l'annexe	1999 euros	1998 (7 mois) euros
<i>Intérêts et produits assimilés</i>		4 872 234 880	97 851 703
<i>Intérêts et charges assimilés</i>		- 4 118 082 387	- 2 683 980
Intérêts nets perçus	1	754 152 493	95 167 723
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	2	- 264 942 584	22 182 536
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	3	- 604 920 383	- 22 249 604
Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes		- 115 710 474	95 100 655
<i>Commissions (produits)</i>		593 902	0
<i>Commissions (charges)</i>		- 361 702	0
Revenus nets de commissions	4	232 200	0
Autres produits	5	436 898	490 101
Total des produits nets		- 115 041 376	95 590 756
Frais de personnel	6 & 7	- 61 022 091	- 29 744 540
Dépenses d'administration	8	- 60 748 855	- 30 229 686
Amortissement des immobilisations corporelles et incorporelles		- 10 468 901	- 8 076 017
Perte / Bénéfice de l'exercice		- 247 281 223	27 540 513

Francfort sur le Main, 29 février 2000

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Willem F. Duisenberg
Président

Principes et méthodes comptables¹

Forme et présentation des états financiers

Les états financiers de la Banque centrale européenne (BCE) ont été élaborés de manière à donner une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations. Ils ont été établis conformément aux principes et méthodes comptables que le Conseil des gouverneurs de la BCE estime adaptés à la fonction d'une banque centrale et qui sont exposés ci-après. Ces principes et méthodes sont conformes aux dispositions de l'article 26.4 des statuts du SEBC, qui requiert une approche normalisée des règles relatives aux procédures comptables et d'information de l'Eurosystème.

Principes comptables

Les principes comptables appliqués sont les suivants :

- réalité économique et transparence ;
- prudence ;
- prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture du bilan ;
- importance relative ;
- principe de spécialisation des exercices ;
- principe de continuité de l'exploitation ;
- permanence des méthodes et comparabilité.

Base comptable

Les comptes ont été établis sur la base des coûts historiques, modifiés pour inclure la valorisation de marché des titres négociables, de l'or ainsi que de l'ensemble des éléments d'actif et de passif libellés en devises inscrits au bilan et hors bilan. Les opérations portant sur des actifs et passifs financiers sont comptabilisés sur la base du jour de leur règlement.

Actifs et passifs en or et devises

Les actifs et passifs libellés en devises sont convertis en euro au taux de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et charges sont convertis au taux de change en vigueur lors de la transaction. La réévaluation des éléments d'actif et de passif libellés en devises s'effectue devise par devise, y compris pour les instruments inscrits au bilan et hors bilan.

La réévaluation au prix du marché des éléments d'actif et de passif libellés en devises est traitée séparément de la réévaluation du taux de change.

Il n'est établi aucune distinction entre les écarts de réévaluation sur le prix de l'or et ceux sur la devise dans laquelle ce prix est libellé. Une valorisation unique de l'or est prise en compte sur la base de son prix en euro par once d'or fin, calculé à partir du taux de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 30 décembre 1999.

Titres

Tous les titres de créance et autres actifs négociables sont valorisés au prix moyen du marché à la date de l'établissement du bilan. Pour l'année s'achevant le 31 décembre 1999, les prix médians du marché au 29 décembre ont été utilisés. Les titres non négociables ont été valorisés à leur coût d'achat.

Opérations de pension

Les mises en pension sont recensées dans le bilan en tant que dépôts garantis par des titres. Le bilan fait apparaître au passif les dépôts et à l'actif la valeur des titres utilisés comme garantie. Les titres vendus dans le cadre de cette catégorie d'accords restent inscrits au bilan de la BCE et sont traités comme s'ils étaient restés des éléments du portefeuille d'où ils étaient issus avant leur vente. Les

mises en pension qui portent sur des titres libellés en monnaies étrangères n'ont pas d'incidence sur le coût moyen de la position en devises.

Les prises en pension sont recensées à l'actif du bilan comme prêt garanti, pour la valeur du prêt. Les titres acquis en vertu de tels accords ne sont pas réévalués.

Modalités de prise en compte des produits

Les produits et les charges sont pris en compte pendant la période au cours de laquelle ils sont respectivement acquis ou dus.

Les plus-values et les moins-values réalisées sont portées au compte de résultats. La méthode du coût moyen est utilisée sur une base quotidienne pour évaluer le coût d'acquisition de chaque élément. En cas de moins-value latente en fin d'année, le coût moyen est réduit en fonction du taux de change de fin d'année et/ou du prix de marché de l'élément concerné.

Les plus-values latentes ne sont pas enregistrées en produits, mais sont constatées sur un compte de réévaluation au passif du bilan.

Les moins-values latentes sont portées au compte de résultats si elles excèdent les précédents gains de réévaluation enregistrés dans le compte de réévaluation correspondant. Les moins-values latentes sur un titre, sur une devise donnée ou sur l'or ne sont pas compensées par des plus-values latentes sur d'autres titres ou devises.

Les primes ou décotes sont assimilées à des intérêts et amortis sur la durée de vie résiduelle de la ligne de titres concernée.

Instruments de hors bilan

Les instruments en devises, à savoir les transactions à terme sur devises étrangères,

les composantes à terme des swaps de devises étrangères et d'autres instruments monétaires impliquant l'échange d'une monnaie contre une autre à une date ultérieure sont pris en compte dans la position nette en devises pour calculer les pertes ou gains de change. La réévaluation des instruments d'intérêts s'effectue ligne par ligne à l'image de celle des titres. Les profits et pertes provenant d'instruments de hors bilan sont pris en compte et traités de la même manière que les profits et pertes liés aux instruments de bilan.

Événements postérieurs à l'établissement du bilan

Les actifs et les passifs font l'objet d'un ajustement pour tenir compte d'événements survenus entre la date d'établissement du bilan annuel et la date d'approbation des états financiers par le Conseil des gouverneurs de la BCE, sous réserve que ces événements affectent de manière significative les éléments d'actif et de passif du bilan.

Soldes débiteurs et créditeurs au sein de l'Eurosystème

Les soldes débiteurs et créditeurs au sein de l'Eurosystème (à l'exception du capital de la BCE et des positions résultant du transfert des réserves officielles à la BCE) sont présentés sous la forme d'une position nette dans le bilan de la BCE.

Traitement des immobilisations corporelles et incorporelles

Les immobilisations corporelles et incorporelles sont évaluées à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. La méthode appliquée à cet égard est celle de l'amortissement linéaire, celui-ci partant du trimestre qui suit l'acquisition et s'étalant sur la durée de vie estimée de l'actif, à savoir :

- Ordinateurs, matériel et logiciels informatiques connexes, véhicules : quatre ans
- Équipements, mobilier et installations fixes : dix ans

Les actifs fixes dont le coût est inférieur à 10 000 euros sont passés en totalité en charge l'année de leur acquisition.

Plan de retraite de la BCE

La BCE gère un régime de retraite à contribution définie. Les actifs de ce plan, dont l'unique objectif est de fournir des prestations aux participants à ce plan et à leurs ayants droit, sont inclus dans les autres actifs de la BCE et sont identifiés séparément. Les plus et moins-values réalisées sur les actifs du fonds de pension sont considérées comme des produits et des charges du plan de retraite dans l'année au cours de laquelle

ils apparaissent. Les prestations payables à partir du compte principal des prestations, alimenté par les cotisations de la BCE, comportent des garanties minimales inhérentes aux prestations servies par les régimes à contribution définie.

Autres questions

Le Directoire de la BCE estime que, compte tenu du fait que celle-ci a un statut de banque centrale, la publication d'un tableau de trésorerie ne fournirait pas d'éléments supplémentaires d'information pertinents aux lecteurs des états financiers.

Conformément à l'article 27 des statuts du SEBC et sur recommandation du Conseil des gouverneurs de la BCE, le Conseil de l'Union européenne a approuvé la nomination du Cabinet PricewaterhouseCoopers GmbH en tant qu'auditeur externe de la BCE.

Annexe au bilan

1 Avoirs et créances en or

La BCE détient 24 millions d'onces d'or fin. Cet or a été transféré à la BCE au début de 1999 au prix de marché de l'époque, soit 246,368 euros l'once d'or fin, en tant que partie des avoirs de réserves de change qui devait être cédée par les BCN à la BCE et représentait 15 % de la valeur initiale de ces actifs.

2 Créances en devises sur des résidents et des non-résidents de la zone euro

Ces créances consistent en soldes de comptes auprès des banques étrangères, en prêts libellés en devises étrangères et en placements sous forme de titres, libellés surtout en dollars des États-Unis et en yen.

3 Créances en euro sur des non-résidents de la zone euro

Ces créances représentent essentiellement les soldes des comptes de banques centrales nationales de pays ne participant pas à la zone euro et résultent de transactions effectuées par l'intermédiaire du système Target.

4 Titres en euro émis par des résidents de la zone euro

Ils comprennent des titres de créance négociables émanant de certains émetteurs spécifiques de la zone euro et dotés d'une signature de grande qualité.

5 Autres actifs

5.1 Immobilisations corporelles et incorporelles

Après déduction des amortissements cumulés équivalant à 29,1 millions d'euros au total (y compris les dépréciations constatées pendant la durée de vie de l'IME), les immobilisations

corporelles étaient constituées, au 31 décembre 1999, des éléments suivants :

	Valeur comptable nette au 31 décembre 1999 euros	Valeur comptable nette au 31 décembre 1998 euros
Ordinateurs	15 865 660	12 510 812
Équipement, mobilier, installations et véhicules	5 955 720	3 329 884
Éléments d'actifs en construction	12 989 835	11 864 257
Autres immobilisations corporelles	7 778 252	2 407 118
Total	42 589 467	30 112 071

5.2 Autres actifs financiers

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes :

- Les contreparties des opérations de mise en pension effectuées en liaison avec les placements de fonds propres de la BCE. Au 31 décembre 1999, les contrats de mise en pension représentaient un encours de 565,7 millions d'euros.
- Le portefeuille de valeurs constitué au titre du fonds de pension de la BCE, évalué à 32,2 millions d'euros. Les actifs détenus à ce titre représentent la contrepartie des cotisations de retraite cumulées versées par la BCE et le personnel au 31 décembre 1999 et gérées par un gestionnaire de fonds extérieur. Les contributions régulières de la BCE et des participants au plan ont été placées sur une base mensuelle. Les avoirs constitués au titre de ce plan ne sont pas fongibles avec les autres actifs financiers de la BCE, et les revenus nets de ces avoirs ne constituent pas un revenu pour la BCE, mais sont réinvestis dans les fonds concernés en attendant le versement des prestations. La valeur des avoirs détenus au titre du plan est basée sur la valorisation effectuée par le gestionnaire

de fonds d'après les cours du marché en fin d'année.

- (c) À la suite d'une offre adressée par le Conseil d'administration de la Banque des règlements internationaux à la BCE de devenir un de ses membres, celle-ci a acquis, le 9 décembre 1999 pour un prix de 38,5 millions d'euros', 3 000 actions de la Banque des règlements internationaux.

5.3 Produits à recevoir et charges constatées d'avance

La principale composante de ce poste recouvre les intérêts à recevoir sur les titres et les autres actifs financiers.

5.4 Divers

Le poste principal de cette rubrique consiste en une créance sur le ministère des Finances d'Allemagne fédérale au titre de la TVA récupérable et d'autres impôts indirects. Ces impôts sont remboursables aux termes de l'article 3 du Protocole sur les privilèges et immunités des Communautés européennes, qui s'applique à la BCE en vertu de l'article 40 des statuts du SEBC.

6 Engagements en euro envers d'autres résidents

Cette rubrique comprend les dépôts effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) qui servent à constituer des garanties auprès de la BCE à l'occasion de règlements de paiements de membres de l'Association bancaire pour l'euro par l'intermédiaire du système Target.

7 Engagements en euro envers des non-résidents de la zone euro

Ces engagements représentent principalement les soldes des comptes de banques centrales nationales de pays ne participant pas à l'euro provenant de transactions

effectuées par l'intermédiaire du système Target.

8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro

Cette rubrique retrace les engagements résultant d'accords de mise en pension en liaison avec la gestion des réserves en devises étrangères de la BCE.

9 Engagements envers l'Eurosystème

9.1 Engagements au titre du transfert des réserves de change

Au début de la phase III de l'UEM, les banques centrales nationales des pays participant à l'euro ont transféré des avoirs de réserves de change à la BCE conformément à l'article 30 des statuts du SEBC et à la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE qui a mis en œuvre cet article. Des montants équivalents à 39,5 milliards d'euros ont été transférés entre le 4 et le 7 janvier 1999, sous la forme d'or, d'avoirs liquides ou de titres. La composante en devises étrangères (qui s'élève à 85 % de la valeur totale du transfert) se décomposait à concurrence de 90 % de son montant de dollars des États-Unis et pour les 10 % restant de yen.

	Clé de répartition du capital	
	(%)	Euros
Banque nationale de Belgique	2,8658	1 432 900 000
Banque fédérale d'Allemagne	24,4935	12 246 750 000
Banque d'Espagne	8,8935	4 446 750 000
Banque de France	16,8337	8 416 850 000
Banque centrale d'Irlande	0,8496	424 800 000
Banque d'Italie	14,8950	7 447 500 000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74 600 000
Banque des Pays-Bas	4,2780	2 139 000 000
Banque nationale d'Autriche	2,3594	1 179 700 000
Banque du Portugal	1,3970	961 600 000
Banque de Finlande	1,3970	698 500 000
Total	78,9379	39 468 950 000

Les créances des banques centrales nationales qui résultent de ces opérations sont libellées en euro et rémunérées aux taux de refinancement à court terme de l'Euro-système, après ajustement pour tenir compte de la non-rémunération de la composante en or (cf. Annexe au compte de résultats, note 1). Au cours des trois premières années de la phase III de l'UEM et à la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, ces créances sont susceptibles d'être annulées au cas où la BCE ne disposerait pas du revenu net et des réserves suffisants pour couvrir des pertes latentes dues à des baisses de taux de change affectant la valeur de ses avoirs de réserves de change. Toutefois, les annulations à ce titre ne doivent pas avoir pour incidence de réduire les engagements au-dessous de 80 % de leur valeur d'origine.

9.2 Autres engagements envers l'Eurosystème (nets)

Ce poste recouvre essentiellement les soldes constitués à l'occasion de l'utilisation du système Target par les banques centrales participantes vis-à-vis de la BCE, dont la ventilation est indiquée par le tableau ci-après :

	euros
Sommes dont les banques centrales participantes sont redevables au titre de Target	7 697 803 922
Montants dus aux banques centrales participantes au titre de Target	- 9 418 628 635
Solde net	- 1 720 824 713

10 Autres engagements

La principale rubrique comprise dans la subdivision « Divers » comprend les opérations de prise en pension effectuées en liaison avec le placement des fonds propres de la BCE. Les engagements de la BCE au titre du Fonds de pension (32,2 millions d'euros) figurent également dans cette subdivision.

11 Provisions

Ce poste consiste essentiellement en provisions de nature administrative liées aux dépenses en biens et services.

12 Comptes de réévaluation

Ces comptes représentent les réserves de réévaluation provenant des plus-values latentes sur les actifs et passifs, essentiellement en raison de l'appréciation des devises par rapport à l'euro au cours de l'année 1999.

	1999 euros	1998 euros
Or	1 036 876 277	0
Devises étrangères	5 821 397 453	697 979
Titres	2 265 980	0
Total	6 860 539 710	697 979

13 Capital et réserves

Les souscriptions du capital de la BCE entièrement libérées par les BCN de la zone euro d'un montant de 5 milliards d'euros s'élèvent à un total de 3 946 895 000 euros et sont ventilées de la manière suivante :

	Clé de répartition du capital (%) Euros	
Banque nationale de Belgique	2,8658	143 290 000
Banque fédérale d'Allemagne	24,4935	1 224 675 000
Banque d'Espagne	8,8935	444 675 000
Banque de France	16,8337	841 685 000
Banque centrale d'Irlande	0,8496	42 480 000
Banque d'Italie	14,8950	744 750 000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7 460 000
Banque des Pays-Bas	4,2780	213 900 000
Banque nationale d'Autriche	2,3594	117 970 000
Banque du Portugal	1,9232	96 160 000
Banque de Finlande	1,3970	69 850 000
Total	78,9379	3 946 895 000

Les contributions des BCN hors zone euro, équivalentes à 5 % de leur capital souscrit, qui auraient dû être payées si ces pays avaient participé à l'Union monétaire, se chiffrent à un total de 52 655 250 euros, réparti de la manière suivante :

	Clé de répartition du capital (%)	
		Euros
Banque nationale du Danemark	1,6709	4 177 250
Banque de Grèce	2,0564	5 141 000
Banque de Suède	2,6537	6 634 250
Banque d'Angleterre	14,6811	36 702 750
Total	21,0621	52 655 250

Ces montants représentent les contributions aux coûts de fonctionnement encourus par la BCE, liés aux missions accomplies au profit des BCN hors zone euro. Les BCN hors zone euro ne sont pas tenues, jusqu'à ce qu'elles rejoignent l'Eurosystème, de libérer leurs souscriptions du capital au-delà des montants

déjà décidés. Parallèlement, ces BCN n'ont aucun droit à recevoir partie des bénéfices distribuables de la BCE et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

Les réserves de la BCE se décomposent de la manière suivante :

	Euros 1999
Fonds général de réserve	5 508 000
Autres réserves	0
Bénéfices non distribués	22 032 513
Total	27 540 513

14 Postes hors bilan

Il ne subsistait aucune créance ni aucun engagement au titre d'un contrat non dénoué ou d'une autre position ouverte. Il ne subsistait aucun engagement conditionnel significatif en date du 31 décembre 1999.

Annexe au compte de résultats

1 Intérêts nets perçus

Ce poste comptabilise les revenus d'intérêts, déduction faite des charges d'intérêts, relatifs à l'actif et au passif libellés en devises et en euros. La majeure partie des intérêts perçus et des charges proviennent des soldes résultant des transactions Target. Les revenus nets d'intérêts au titre des avoirs de réserves de change se sont élevés à 1,5 milliard d'euros. Une rémunération de 913 millions d'euros a été versée aux BCN à raison de leurs créances sur la BCE au titre des avoirs de réserves de change transférées au début de 1999.

Composition des intérêts perçus

	Libellés en devises (%)		Libellés en euros (%)	
	1999 (7 mois)	1998 (7 mois)	1999 (7 mois)	1998 (7 mois)
Titres	84,5%	0,0%	5,1%	0,0%
Autres éléments d'actif	15,5%	100,0%	94,9%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%

Composition des charges d'intérêts

	Libellés en devises (%)		Libellés en euros (%)	
	1999 (7 mois)	1998 (7 mois)	1999 (7 mois)	1998 (7 mois)
Titres	99,6%	0,0%	0,9%	0,0%
Autres éléments de passif	0,4%	0,0%	99,1%	100,0%
Total	100,0%	0,0%	100,0%	100,0%

2 Plus/moins-values réalisées sur opérations financières

La moins-value nette résulte des opérations normales de gestion des portefeuilles-titres. Elle est due à des baisses significatives des cours des titres détenus en 1999.

3 Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change

Les baisses de cours ont entraîné un ajustement du coût d'acquisition de titres apparaissant dans le bilan à leur valeur de marché au 31 décembre 1999 (cf. Principes et méthodes comptables : imputation des revenus).

4 Revenus nets de commissions

La sous-rubrique « Commissions (produits) » représente les pénalités imposées aux établissements de crédit pour manquements aux obligations en matière de réserves obligatoires.

5 Autres produits

Les divers produits perçus durant l'année proviennent essentiellement de la reprise de provisions administratives non utilisées.

6 Frais de personnel

Les traitements et indemnités (52,3 millions d'euros) et les cotisations de l'employeur aux régimes de retraite et d'assurance maladie et accidents figurent dans ce poste. Les émoluments versés au directoire de la BCE se sont élevés à 1,8 million d'euros. Les anciens membres du directoire ou leurs ayants droit n'ont perçu aucune retraite au cours de l'année. Le régime des traitements et indemnités du personnel, y compris les émoluments des titulaires de postes de direction est calqué pour l'essentiel sur celui des Communautés européennes auquel il est donc comparable.

Le dernier jour ouvré de 1999, la BCE employait 732 personnes dont 55 à des postes de direction. L'effectif moyen du personnel permanent employé par la BCE en 1999 était de 648 personnes, contre 478

en 1998. Durant la période, 242 personnels supplémentaires ont été employés et 44 membres du personnel ont cessé de travailler à la BCE.

7 Régime de retraite de la BCE

Conformément aux règles du régime, une valorisation actuarielle triennale complète est nécessaire. Une valorisation actuarielle complète sera toutefois effectuée tous les ans tant que les effectifs augmenteront sensiblement durant l'année. La dernière valorisation actuarielle a été réalisée le 31 décembre 1998 à l'aide de la méthode Projected Unit Credit Method, basée sur un niveau minimum d'engagements égal aux sommes forfaitaires en numéraire à verser aux membres en fin de contrat. La valorisation montre que la valeur actuarielle des actifs du fonds a représenté 110 % des indemnités acquises par les membres à la date de clôture du bilan, après prise en compte des augmentations futures de rémunérations et d'engagements au titre des retraites.

Le coût des retraites lié au régime est évalué conformément aux conseils d'un actuaire qualifié. Le coût total des retraites pour la BCE s'est élevé à 8,1 millions d'euros. Cette somme englobe une provision de 1,8 million d'euros au titre des retraites des membres du Directoire. Dans l'avenir, la BCE devra contribuer à hauteur de 16,5 % des rémunérations prises en compte pour le calcul des retraites de l'ensemble du personnel.

8 Dépenses d'administration

Ce poste couvre toutes les autres dépenses courantes ayant trait aux loyers, à l'entretien des locaux et de l'équipement, aux biens et matériels consommables, aux honoraires versés et aux autres services et fournitures ainsi qu'aux frais de recrutement, de transfert, d'installation et de réinstallation du personnel.

Au Président et au Conseil des gouverneurs
de la Banque centrale européenne

Francfort sur le Main

Nous avons vérifié les comptes financiers ci-joints de la Banque centrale européenne au 31 décembre 1999. L'établissement de ces comptes est du ressort de la Direction de la Banque centrale européenne. Pour notre part, nous avons à porter un jugement sur ces comptes en toute indépendance, à partir de notre vérification, et à vous le faire connaître.

Notre travail, qui a été effectué conformément aux normes internationales de la profession, a comporté l'examen, par sondage, des documents se rapportant aux sommes et aux indications figurant dans les comptes. Il a consisté aussi à porter une appréciation sur les estimations et les choix d'importance effectués lors de l'élaboration de ces comptes et à déterminer si les règles comptables qui ont été suivies sont appropriées aux conditions particulières de la Banque centrale européenne et si elles sont suffisamment explicites.

À notre avis, les états financiers, qui ont été établis selon les règles comptables exposées dans la partie I des annexes aux comptes de la Banque centrale européenne, donnent une image fidèle de la situation financière de cette institution au 31 décembre 1999 et des résultats de ses opérations pour l'année qui s'achève à cette date

Francfort sur le Main, 1^{er} mars 2000

PricewaterhouseCoopers

GmbH
Cabinet d'audit

[Signé]

(Wagener)
Commissaire aux comptes

[Signé]

(Kern)
Commissaire aux comptes

Annexe relative à l'affectation des pertes

Remarque : cette rubrique ne fait pas partie des états financiers de la BCE. Elle est publiée dans le rapport annuel à titre d'information.

Conformément à l'article 33.2 des statuts du SEBC, une perte subie par la BCE sera imputée dans l'ordre suivant :

- (a) sur le fonds général de réserve de la BCE ;
- (b) conformément à une décision du Conseil des gouverneurs de la BCE, toute perte résiduelle sera imputée sur le revenu monétaire de l'exercice financier concerné au prorata et jusqu'à concurrence des montants alloués aux BCN conformément à l'article 32.5².
- (c) dans la mesure où cette perte ne peut être imputée conformément à l'article 33.2, le Conseil des gouverneurs a décidé que toute perte résiduelle devait être financée de la manière suivante :
 - (1) toute perte résiduelle peut être couverte en premier lieu par l'abandon par les BCN d'une partie de la créance qu'elles détiennent sur la BCE et correspondant au montant des avoirs de réserves de change transférés dans le bilan de la BCE. Le montant total de l'abandon ne peut excéder :
 - le montant des moins-values latentes afférentes aux positions en devises et or ;
 - un montant qui ramènerait le passif précité à moins de 80 % de sa valeur initiale.

- (2) toute perte résiduelle peut être imputée directement, conformément à la clé de souscription du capital de la BCE, sur le revenu perçu par les BCN participantes au titre des billets de banque en

circulation, sous réserve qu'aucune imputation imposée directement à une BCN n'excède le revenu de ladite BCN au titre de ses billets de banque nationaux.

Au cours de sa réunion du 16 mars 2000, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de répartir la perte encourue par la BCE pour l'exercice s'achevant le 31 décembre 1999 de la manière suivante :

	1999 euros	1998 euros
Perte / Bénéfice de l'exercice	- 247 281 223	27 540 513
Prélèvement sur / Imputation au fonds général de réserve	27 540 513	- 5 508 000
Transfert de la réserve commune du revenu monétaire	35 160 676	0
Report à nouveau du bénéfice non distribué		- 22 032 513
Imputation directe aux BCN	184 580 034	0

1 Les principes de la méthode comptable de la BCE sont présentés en détail dans une Décision du Conseil des gouverneurs de la BCE du 1^{er} décembre 1998 (BCE/1998/INP23), dont un exemplaire peut être obtenu sur demande.

2 Conformément à l'article 32.5 des statuts du SEBC, le revenu monétaire des BCN est réparti entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, pour les exercices 1999 à 2001, de calculer le revenu monétaire en appliquant un taux de référence au passif, qui comprend l'ensemble des engagements envers les établissements de crédit, à savoir comptes courants, facilité de dépôt, reprises de liquidité en blanc, appels de marge reçus, accords de mise en pension aux fins de retrait de liquidité et engagements des BCN participantes résultant de l'émission par la BCE de certificats de dette. Le taux de référence utilisé est le dernier taux disponible des pensions à deux semaines ; il est appliqué sur une base journalière au passif de chaque BCN pour le calcul de la réserve commune du revenu monétaire. Les intérêts payés par une BCN sur les engagements figurant dans sa base d'exigibilités doivent être défalqués du montant du revenu monétaire devant être versé à la réserve commune.

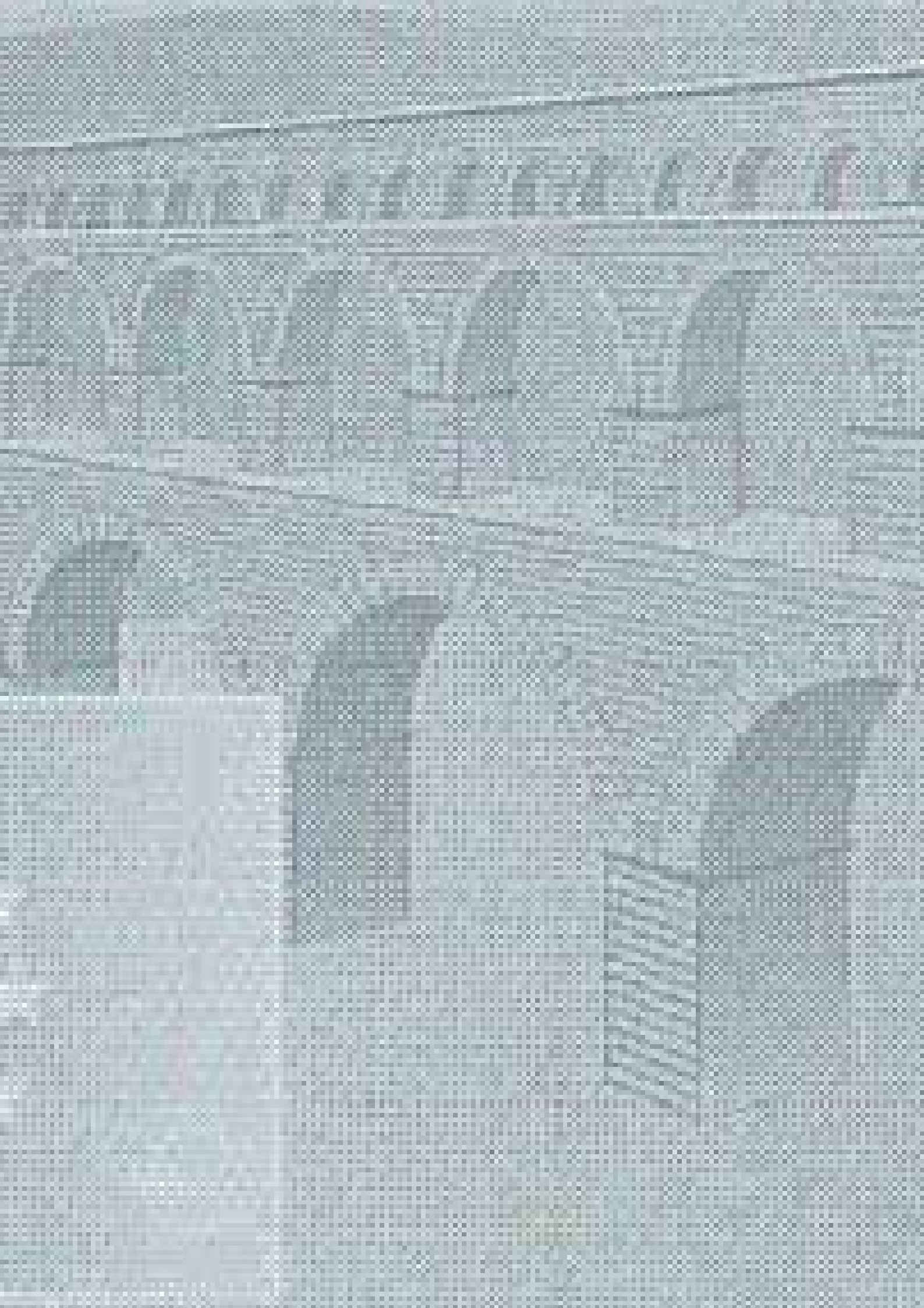
Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 1999

(en millions d'euro)

Actif	Bilan au 31 décembre 1999	Bilan au 1 ^{er} janvier 1999
1 Avoirs et créances en or	116 610	99 565
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro		
2.1 Créances sur le FMI	71 744	29 511
2.2 Comptes auprès de banques, titres, prêts et autres actifs en devises	182 803	201 494
	254 547	231 005
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	14 412	6 283
4 Créances en euro sur des non-résidents de la zone euro		
4.1 Comptes auprès de banques, titres et prêts	6 050	8 941
4.2 Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCE II	0	0
	6 050	8 941
5 Concours en euro aux contreparties du secteur financier de la zone euro		
5.1 Opérations principales de refinancement	161 988	143 696
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	74 996	24 698
5.3 Cessions temporaires de réglage fin	0	6 680
5.4 Cessions temporaires à des fins structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	11 429	6 372
5.6 Appels de marge versés	404	26
5.7 Autres prêts	1 276	3 641
	250 093	185 113
6 Titres en euro émis par des résidents de la zone euro	23 513	21 673
7 Créances en euro sur des administrations publiques	59 180	60 126
8 Autres actifs	81 899	80 731
Total	806 304	693 437

Les totaux et les sous-totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

Passif	Bilan au 31 décembre 1999	Bilan au 1^{er} janvier 1999
1 Billets en circulation	374 976	342 194
2 Engagements en euro envers les contreparties du secteur financier de la zone euro		
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	114 826	84 428
2.2 Facilité de dépôt	2 618	973
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	1 886
2.4 Cessions temporaires de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	10	12
	117 454	87 299
3 Certificats de dette émis	7 876	13 835
4 Engagements en euro envers d'autres résidents de la zone euro		
4.1 Engagements envers des administrations publiques	57 539	55 279
4.2 Autres engagements	3 061	3 075
	60 600	58 354
5 Engagements en euro envers des non-résidents de la zone euro	9 048	9 972
6 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	927	595
7 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro		
7.1 Dépôts, comptes et autres engagements	11 896	3 314
7.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0
	11 896	3 341
8 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	6 529	5 765
9 Autres passifs	54 493	58 070
10 Comptes de réévaluation	106 629	60 083
11 Capital et réserves	55 876	53 956
Total	806 304	693 437



Annexes

Glossaire*

Abattement forfaitaire (Lump-sum allowance) : montant fixe qu'un établissement est habilité à déduire pour le calcul de ses **réserves obligatoires** dans le cadre du système de réserves obligatoires de l'**Eurosystème**.

Accès à distance (à un STFB) [Remote access (to an IFTS)] : possibilité pour un **établissement de crédit** domicilié dans un pays (« pays d'origine ») de devenir participant direct à un **système de transfert de fonds entre banques (STFB)** installé dans un autre pays (« pays d'accueil ») et de détenir à cet effet un compte de règlement à son propre nom auprès de la banque centrale du pays d'accueil, sans y avoir nécessairement établi de succursale.

Accord de pension (Repurchase agreement) : convention par laquelle un actif est cédé tandis que le vendeur obtient simultanément le droit et l'obligation de le racheter à un prix déterminé à un terme fixé ou sur demande. Ce type de convention est similaire au prêt garanti, à l'exception du fait que la propriété des titres n'est pas conservée. L'**Eurosystème** utilise des pensions à terme fixé dans le cadre de ses **opérations de cession temporaire**. Les pensions sont incluses dans **M3** dans les cas où le vendeur est une **Institution financière monétaire (IFM)** et la contrepartie un résident non-IFM de la zone euro. Conformément au règlement de la BCE relatif au bilan consolidé du secteur des Institutions financières monétaires (BCE/1998/16)¹, les prises en pension (repose) sont classées parmi les exigibilités sous forme de dépôts dans la mesure où elles ne sont pas négociables. Elles ne sont toutefois pas incluses dans M2 car elles présentent un degré plus élevé de substituabilité, en ce qui concerne les titres à court terme, que les dépôts à terme ou les dépôts remboursables avec préavis.

Activités de correspondant bancaire (Correspondent banking) : contrat aux termes duquel une banque offre à une autre banque des services de paiement et autres prestations. Les paiements effectués par l'intermédiaire des correspondants bancaires le sont souvent sur des comptes réciproques (« comptes loro et nostro »), qui peuvent être assortis de lignes de crédit permanentes. Les services de correspondant bancaire sont essentiellement des prestations transfrontière, mais consistent également en des relations d'agences dans certains contextes nationaux. Un correspondant utilise le terme de « compte loro » pour désigner un compte ouvert au profit d'une banque étrangère; la banque étrangère, quant à elle, le considérerait comme un compte nostro.

Administrations publiques (General government) : ensemble des administrations centrales, d'États fédérés ou locales et des fonds de sécurité sociale, conformément aux définitions du **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**.

Agent de règlement (Settlement agent) : établissement qui gère le processus de règlement (par exemple, la détermination des positions en matière de règlement, le suivi des échanges de paiements, etc.) pour des systèmes d'échange ou d'autres dispositifs nécessitant des règlements.

Agrégats monétaires (Monetary aggregates) : un agrégat monétaire peut se définir comme étant la somme de **monnaie fiduciaire**, augmentée des encours de certains passifs très liquides, au sens large du terme, d'institutions financières. L'agrégat monétaire étroit **M1** a

* Les numéros des articles et protocoles sont conformes à ceux du Traité tel que signé à Amsterdam.

¹ JO L 356, 30.12.1998, p.7.

été défini par l'**Eurosystème** comme étant la somme de la monnaie fiduciaire et des **dépôts à vue** détenus par les résidents (autres que l'administration centrale) de la **zone euro** auprès des établissements du secteur émetteur de monnaie de la zone euro. L'agrégat monétaire **M2** comprend M1 plus les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois. L'agrégat monétaire large **M3** comprend M2 plus les **pensions**, les parts d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire ainsi que les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans. Le **Conseil des gouverneurs** a annoncé une valeur de référence pour la croissance de M3 (cf. **Valeur de référence pour la croissance monétaire**).

Ajustement déficit – dette (Deficit-debt adjustment) : différence entre le déficit public et la variation de la dette publique. Celle-ci peut être imputable, entre autres, à des variations du montant d'actifs financiers détenus par l'administration centrale, à une variation de la dette publique détenue par d'autres administrations publiques ou à des ajustements statistiques.

Appel d'offres normal (Standard tender) : procédure que l'**Eurosystème** utilise dans le cadre de ses **opérations d'open market régulières**. Les appels d'offres normaux sont effectués dans un délai de 24 heures. Toutes les **contreparties** qui remplissent les critères généraux d'éligibilité sont habilitées à soumettre des offres selon cette procédure.

Appel d'offres rapide (Quick tender) : procédure d'appel d'offres utilisée par l'**Eurosystème** pour des **opérations de réglage fin**. Les appels d'offres rapides sont exécutés dans un délai d'une heure et réservés à un cercle restreint de **contreparties**.

Assiette des réserves (Reserve base) : ensemble des éléments du bilan (en particulier les exigibilités) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires d'un établissement de crédit**.

Association bancaire pour l'euro (ABE) [Euro Banking Association(EBA)] : organisation interbancaire destinée à être un lieu de discussion où sont examinés et débattus tous les sujets présentant un intérêt pour ses membres et, en particulier, les questions liées à l'utilisation de l'**euro** et au règlement d'opérations en euro. Au sein de l'ABE, une société de compensation (ABE Clearing, Société par Actions Simplifiée à capital variable) a été créée pour gérer le Système de compensation en euro à partir du 1^{er} janvier 1999. Le Système de compensation en euros (Euro 1) remplace le Système de compensation et de règlement en écus.

Avoirs de réserves de change de l'Eurosystème (Eurosystem's foreign reserve assets) : les avoirs de réserves de la zone euro se composent des avoirs de réserves de l'**Eurosystème**, c'est-à-dire des avoirs de réserves de la **Banque centrale européenne (BCE)** et de ceux détenus par les banques centrales nationales des États membres participants. Les avoirs de réserves doivent (1) être à la disposition effective de l'autorité monétaire compétente, qu'il s'agisse de la BCE ou de la banque centrale nationale d'un des États membres participants et (2) porter sur des créances très liquides, négociables et de bonne qualité détenues sur des non-résidents de la zone euro et libellées dans une devise autre que l'**euro** ; ils incluent également l'or, les droits de tirage spéciaux et la position de réserve auprès du Fonds monétaire international des banques centrales nationales participantes.

Banque centrale européenne (BCE) [European Central Bank (ECB)] : la BCE est au centre du **Système européen de banques centrales (SEBC)** et de l'**Eurosystème** et elle est dotée de la personnalité juridique en vertu de la loi communautaire. Elle assure la mise en

œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, soit par ses activités propres, conformément aux statuts du **Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne**, soit par l'intermédiaire des banques centrales nationales.

Bilan consolidé des IFM (Consolidated MFI balance sheet) : le bilan consolidé du secteur des **Institutions financières monétaires (IFM)** est obtenu par l'élimination, du bilan agrégé, des positions des IFM entre elles (prêts entre IFM et dépôts des OPCVM monétaires auprès des IFM par exemple). Il fait apparaître les actifs et les passifs du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la **zone euro** ne faisant pas partie de ce secteur (administrations publiques et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents de la zone euro. Le bilan consolidé constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

Carte multi-usages prépayée (Multi-purpose prepaid card) : carte dont la valeur est stockée en mémoire, pouvant être utilisée pour satisfaire à une large gamme de besoins, à l'échelle nationale ou internationale, mais susceptible d'être parfois limitée à une zone particulière. La carte multi-usages prépayée rechargeable s'appelle également « porte-monnaie électronique » (cf. **Monnaie électronique**).

Comité économique et financier (Economic and Financial Committee) : organe communautaire consultatif qui a été institué au début de la phase III, après dissolution du Comité monétaire. Les États membres, la **Commission européenne** et la **Banque centrale européenne (BCE)** nomment chacun au maximum deux membres du comité. L'article 114 (2) du **Traité** dresse une liste des missions du Comité économique et financier, comprenant l'examen de la situation économique et financière des États membres et de la Communauté.

Commission européenne (Commission des Communautés européennes) [European Commission (Commission of the European Communities)] : institution de la Communauté européenne qui assure l'application des dispositions du **Traité**, prend des initiatives pour les politiques communautaires, propose la législation communautaire et exerce des pouvoirs dans des domaines spécifiques. Dans le domaine économique, la Commission propose des orientations générales pour les politiques économiques au sein de la Communauté et fait également rapport au **Conseil de l'UE** sur les évolutions et les politiques économiques. Elle surveille les finances publiques dans le cadre de la surveillance multilatérale et soumet des rapports au Conseil. Elle est composée de 20 membres, à savoir deux représentants de l'Allemagne, de l'Espagne, de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni, ainsi qu'un représentant de chacun des autres pays membres. **Eurostat** est responsable de la production des statistiques de la Communauté.

Conseil européen (European Council) : donne à l'Union européenne l'élan nécessaire à son développement et définit les principes politiques généraux à cet effet. Il réunit les chefs d'État ou de gouvernement des États membres et le Président de la **Commission européenne** (cf. **Conseil de l'UE**).

Conseil général (General Council) : l'un des organes des directeurs de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des 15 banques centrales nationales de l'UE.

Conseil des gouverneurs (Governing Council) : l'un des organes directeurs de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il se compose de l'ensemble des membres du **Directoire** de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales des États membres ayant adopté l'euro.

Conseil de l'UE (EU Council) : instance de la Communauté européenne composée de représentants des gouvernements des États membres, habituellement les ministres ayant en charge les questions à examiner (on parle alors souvent du Conseil des ministres). Quand il réunit les ministres de l'Économie et des Finances, le Conseil de l'UE est généralement appelé Conseil **Ecofin**. En outre, le Conseil de l'UE peut se réunir au niveau des chefs d'État ou de gouvernement (cf. Conseil **européen**).

Contrepartie (Counterparty) : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute transaction avec la banque centrale).

Conversion de titres (Re-denomination of securities) : un titre est libellé dans une devise, ce qui permet d'exprimer sa valeur au pair (le plus souvent la valeur faciale du certificat). La conversion des titres désigne la procédure par laquelle le nominal original d'un titre, émis en monnaie nationale, est converti en euro au taux de conversion irrévocable de ladite monnaie.

Cours pivot de l'euro (Euro central rate) : taux de change officiel des monnaies participant au **MCE II** par rapport à l'euro, autour duquel sont définies les marges de fluctuation du MCE II.

Créances sur les résidents de la zone euro (Credit to euro area residents) : mesure large du financement des résidents **non-IFM** de la zone euro (y compris les **administrations publiques** et le secteur privé) par le secteur des IFM qui comprend (1) les prêts et (2) les portefeuilles de titres des IFM. Ces derniers recouvrent les actions, les autres participations et les titres de créance, y compris les instruments du marché monétaire, émis par les résidents non-IFM de la zone euro. Dans la mesure où les titres peuvent être considérés comme une source de fonds susceptible de se substituer aux prêts et où certains prêts peuvent être titrisés, cette définition fournit des informations plus précises sur le montant total de financement accordé par le secteur des IFM à l'économie qu'une définition étroite portant uniquement sur les prêts.

Dépositaire central de titres [Central securities depository (CSD)] : système de dépôt des titres qui permet le traitement des transactions par inscription en compte. Les titres peuvent être conservés chez le dépositaire sous forme papier ou dématérialisés (c'est-à-dire qu'ils n'existent plus que sous la forme d'enregistrements informatiques). Outre les services de conservation et de gestion des titres (services relatifs à l'émission et au remboursement, par exemple), le dépositaire central de titres peut exercer des fonctions de compensation et de règlement-livraison.

Dépôts remboursables avec préavis (Deposits redeemable at notice) : cette catégorie est composée des dépôts d'épargne pour lesquels le détenteur doit respecter un préavis fixé avant de pouvoir retirer ses fonds. Dans certains cas, il est possible de retirer un montant spécifié durant une période déterminée ou d'effectuer un retrait anticipé moyennant le paiement d'une pénalité. Les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois sont compris dans **M2** (et donc dans **M3**), alors que ceux qui sont assortis d'un préavis plus long figurent dans les exigences financières à plus long terme (à caractère non monétaire) du secteur des Institutions financières monétaires (IFM).

Dépôts à terme (Deposits with an agreed maturity) : cette catégorie d'instruments est principalement composée de dépôts à terme assortis d'une échéance donnée et susceptibles, en fonction des pratiques nationales, de ne pas être convertibles avant l'échéance ou de l'être

uniquement moyennant une pénalité. Elle comprend également certains titres de dette non négociables, tels que les certificats de dépôt non négociables (de faible montant). Les dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans sont inclus dans **M2** (et donc dans **M3**), alors que ceux d'une durée initiale supérieure à deux ans font partie des exigences financières à plus long terme (à caractère non monétaire) du secteur des Institutions financières monétaires (IFM).

Dépôts à vue (Overnight deposits) : cette catégorie d'instruments comprend principalement les dépôts qui sont entièrement mobilisables par chèque ou par écriture similaire. Elle inclut également les dépôts non mobilisables et convertibles en numéraire sur demande ou à la clôture du jour suivant.

Directoire (Executive Board) : l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président, du vice-président et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres ayant adopté l'euro.

Ecofin (ECOFIN) : voir **Conseil de l'UE**.

Écu (Unité de compte européenne) [ECU (European Currency Unit)] : l'écu était un panier composé de la somme de montants fixes de 12 des 15 monnaies des États membres. La valeur de l'écu était une moyenne pondérée de la valeur des monnaies qui le composaient. L'écu a été remplacé par l'euro au taux de un pour un, le 1^{er} janvier 1999.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro – Tempe) [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 une moyenne pondérée des taux d'intérêt des prêts en blanc au jour le jour portant sur des dépôts libellés en euros, tels que communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit (Credit institution) : terme qui fait référence à un établissement répondant à la définition de l'article 1 de la Première Directive de coordination bancaire (77/780/CEE), c'est-à-dire « une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ».

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (euro interbank offered rate)] : taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en euros à une autre banque de premier rang. L'Euribor est calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'une échéance d'une semaine et de un à douze mois ; il s'agit de la moyenne, arrondie à trois décimales, des taux offerts quotidiennement par un panel représentatif de banques de premier rang.

Euro (Euro) : nom retenu pour désigner la monnaie européenne adoptée par le **Conseil européen**, lors du sommet de Madrid des 15 et 16 décembre 1995. Il est utilisé à la place du terme générique d'écu (**unité de compte européenne**) employé dans le **Traité**.

Eurostat (Eurostat) : voir **Commission européenne**.

Eurosystème (Eurosystem) : il comprend la **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales des États membres ayant adopté l'euro au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)** (cf. **zone euro**). Il y a actuellement 11

banques centrales nationales dans l'Eurosystème. L'Eurosystème est dirigé par le **Conseil des Gouverneurs** et le **Directoire** de la BCE.

Facilité de dépôt (Deposit facility) : facilité permanente de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'effectuer, auprès d'une banque centrale nationale, des dépôts à vue rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility) : facilité permanente de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'obtenir, d'une banque centrale nationale, des crédits à vue à un taux d'intérêt prédéterminé.

Facilité permanente (Standing facility) : facilité de la banque centrale dont les **contreparties** peuvent bénéficier à leur propre initiative. L'**Eurosystème** offre deux facilités permanentes à 24 heures : la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

Garantie (Collateral) : actif remis en garantie du remboursement des concours à court terme que les **établissements de crédit** reçoivent de la banque centrale, ou actif cédé par les établissements de crédit à la banque centrale dans le cadre de **pensions**.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [HIPC (Harmonised Index of Consumer Prices)] : l'IPCH est la mesure des prix utilisée par le **Conseil des gouverneurs** pour les besoins d'évaluation de la **stabilité des prix**. Afin de respecter l'obligation faite par le **Traité** de construire un indice des prix à la consommation sur une base comparable, en tenant compte des différences dans les définitions nationales, l'IPCH a été élaboré par la **Commission européenne** (Eurostat) en étroite collaboration avec les Instituts de statistique nationaux et l'**Institut monétaire européen (IME)** et, ultérieurement, la **Banque centrale européenne (BCE)**.

Institut monétaire européen (IME) [European Monetary Institute (EMI)] : l'IME était une institution temporaire créée au début de la phase II de l'**UEM** (le 1^{er} janvier 1994). Les deux missions principales de l'IME consistaient : (1) à renforcer la coopération entre banques centrales et la coordination des politiques monétaires ; (2) à effectuer les préparatifs nécessaires à la mise en place du **Système européen de banques centrales (SEBC)** en vue de la conduite de la politique monétaire unique et de la création d'une monnaie unique au cours de la phase III. Il a été mis en liquidation, le 1^{er} juin 1998, après l'instauration de la Banque centrale européenne (BCE).

Institutions financières monétaires (IFM) [Monetary Financial Institutions (MFIs)] : institutions financières qui forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Il inclut l'**Eurosystème**, les **établissements de crédit** résidents, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et 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 d'OPCVM monétaires. À la fin de 1999, la zone euro comptait 9 443 IFM (12 banques centrales, 7 906 établissements de crédit, 1 517 OPCVM monétaires et 8 autres institutions financières).

Liens entre systèmes de règlement de titres (Links between securities settlement systems) : procédures et dispositifs entre deux **systèmes de règlement-livraison de titres** permettant l'échange transfrontière de titres par inscription en compte.

M1, M2, M3 : cf. **Agrégats monétaires**.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (exchange rate mechanism II)] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre la **zone euro** et les États membres ne participant pas à cette zone dès le début de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)**. La participation au mécanisme est facultative. Néanmoins, on peut s'attendre que les États membres bénéficiant d'une dérogation y adhéreront. Actuellement, la couronne danoise et la drachme grecque participent au MCE II avec des marges de fluctuation de part et d'autre du cours pivot vis-à-vis de l'**euro** de respectivement 2,25 % et 15 %. L'intervention sur le marché des changes et le financement aux marges des bandes de fluctuation normales ou plus étroites sont, en principe, automatiques et illimités avec possibilité de financement à très court terme. La **Banque centrale européenne (BCE)** et les banques centrales nationales hors zone euro participantes pourraient, toutefois, suspendre l'intervention automatique si celle-ci devait être incompatible avec leur objectif principal du maintien de la **stabilité des prix**.

Mécanisme d'Interconnexion (Interlinking mechanism) : c'est l'un des composants du **système Target**. Le terme désigne les infrastructures et les modalités d'opération qui lient les **systèmes RBTR** nationaux pour traiter les paiements transfrontière dans le système **Target**.

Mécanisme de paiement contre paiement [Payment versus payment (PVP)] : mécanisme, dans un système de règlement en devises, garantissant que le transfert définitif d'une monnaie ne se produit que lorsque le transfert définitif de l'autre (des autres) monnaie(s) intervient.

Modèle de la banque centrale correspondante (MBCC) [Correspondent central banking model (CCBM)] : modèle élaboré par le **Système européen de banques centrales (SEBC)** en vue de permettre aux **contreparties** le transfert transfrontière des actifs éligibles admis en garantie. Dans le MBCC, les banques centrales nationales assurent réciproquement la fonction de conservateur. Cela implique que, dans sa gestion des titres, chaque banque centrale nationale tient un compte-titres au nom de chacune des autres banques centrales nationales et de la **Banque centrale européenne (BCE)**.

Monnaie électronique [Electronic money (e-money)] : réserve électronique de valeur monétaire sur un support technique pouvant être largement utilisé pour effectuer des paiements au profit d'établissements autres que l'institution émettrice sans impliquer nécessairement de comptes bancaires dans la transaction mais servant d'instrument au porteur prépayé (cf. **Carte multi-usage prépayée**).

Monnaie fiduciaire (Currency in circulation) : elle comprend les billets et les pièces en circulation qui sont couramment utilisés pour effectuer des paiements. Elle englobe les billets émis par l'**Eurosystème** et par d'autres **Institutions financières monétaires (IFM)** de la zone euro (en Irlande et au Luxembourg) ainsi que les pièces émis par l'Eurosystème et par l'administration centrale. La monnaie fiduciaire figurant dans M3 est un concept net, c'est-à-dire qu'il fait uniquement référence aux billets et pièces en circulation qui sont détenus en dehors du secteur des IFM (comme l'indique le **bilan consolidé des IFM**, ce qui implique que la monnaie émise et détenue par les IFM – appelée « encaisses » – ait été soustraite). La monnaie fiduciaire ne comprend pas le propre stock de billets de la banque centrale (étant donné qu'ils ne sont pas émis) ni les pièces commémoratives qui ne sont pas couramment utilisées pour effectuer des paiements.

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'échange de devises (Foreign exchange swap) : échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme. L'**Eurosystème** peut exécuter des opérations d'open market sous la forme d'opérations d'échange de devises par lesquelles les banques centrales nationales ou la **Banque centrale européenne (BCE)** achètent (ou vendent) l'**euro** au comptant contre une devise et le revendent (ou le rachètent) simultanément à terme.

Opération ferme (Outright transaction) : opération par laquelle la banque centrale achète ou vend ferme des titres sur le marché (au comptant ou à terme).

Opération d'open market (Open market operation) : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux, qui implique l'une des transactions suivantes : (1) achat ou vente ferme d'actifs (au comptant ou à terme) ; (2) achat ou vente d'actifs dans le cadre d'un **accord de pension** ; (3) prêt ou emprunt contre des actifs admis en **garantie** ; (4) émission de certificats de dette de banque centrale ; (5) reprises de liquidité en blanc ; ou (6) **opérations d'échange de devises**.

Opération principale de refinancement (Main refinancing operation) : opération d'open market exécutée par l'**Eurosystème** de manière régulière sous forme d'**opération de cession temporaire**. Les opérations principales de refinancement sont réalisées par voie d'**appels d'offres** hebdomadaires et ont une échéance de deux semaines.

Opération de refinancement à plus long terme (Longer-term refinancing operation) : opération d'open market que l'**Eurosystème** exécute de manière régulière et qui consiste en une **opération de cession temporaire**. Les opérations de refinancement à plus long terme sont effectuées par voie d'**appels d'offres** mensuels et sont assorties d'une échéance de trois mois.

Opération de réglage fin (Fine-tuning operation) : opération d'open market réalisée par l'**Eurosystème** de façon non régulière et principalement destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire.

Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth Pact) : se compose de deux règlements du **Conseil de l'Union européenne** sur le renforcement de la surveillance des situations budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques et sur l'accélération et la clarification de la mise en œuvre de la procédure applicable en cas de déficit excessif et d'une Résolution du Conseil de l'Union européenne relative au Pacte de stabilité et de croissance adoptée le 17 juin 1997 lors du sommet d'Amsterdam. Ce pacte vise au maintien d'une situation saine des finances publiques au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire (UEM)** afin de renforcer les conditions nécessaires à la **stabilité des prix** et à une croissance forte et soutenable, propice à la création d'emplois. Plus précisément, des situations budgétaires proches de l'équilibre ou en excédent sont requis comme objectif à moyen terme devant permettre aux États membres de faire face à des fluctuations conjoncturelles normales, tout en maintenant le déficit public sous la **valeur de référence** de 3 % du PIB. En vertu du Pacte de stabilité et de croissance, les États participant à l'UEM présenteront des **programmes de stabilité**, tandis que les pays non participants continueront de soumettre des **programmes de convergence**.

Paiements de montant élevé (Large-value payments) : paiements de montant normalement très élevé, qui s'effectuent surtout entre banques ou opérateurs des marchés de capitaux et doivent généralement faire l'objet d'un règlement prioritaire et rapide.

Parlement européen (European Parliament): composé de 626 représentants des citoyens des États membres. Il s'insère dans un processus législatif, mais avec des prérogatives qui varient selon les procédures d'adoption de la législation de l'Union européenne. Dans le cadre de l'**Union économique et monétaire (UEM)**, le Parlement a essentiellement des compétences consultatives. Toutefois, le **Traité** prévoit certaines procédures mettant en jeu la responsabilité démocratique de la **Banque centrale européenne (BCE)** devant le Parlement (présentation d'un rapport annuel, débat général sur la politique monétaire, auditions devant les commissions parlementaires compétentes).

Période de constitution des réserves (Maintenance period) : période sur laquelle est calculée la conformité aux **obligations de réserves**. La période de constitution des réserves obligatoires de l'**Eurosystème** est d'un mois. Elle débute le 24^e jour de calendrier de chaque mois et se termine le 23^e jour de calendrier du mois suivant.

Période de référence (Reference period) : périodes de temps, précisées à l'article 104 (2a) du **Traité** et au Protocole n°21 relatif aux **critères de convergence**, en fonction desquelles les progrès en matière de convergence sont examinés.

Position extérieure nette (ou position extérieure nette créditrice ou débitrice) [Net international investment position (i.i.p.) (or net external asset or liability position)]: évaluation statistique de la valeur et de la composition du stock d'avoirs financiers ou de créances financières d'une économie sur le reste du monde, moins ses engagements financiers envers le reste du monde.

Position de liquidité en devises de l'Eurosystème (Eurosystem's foreign exchange liquidity position) : elle comprend les **avoirs de réserves de change de l'Eurosystème** et les autres créances et engagements en devises de l'Eurosystème, y compris les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro telles que, par exemple, les dépôts en devises auprès des établissements bancaires résidents de la **zone euro**.

Pré-alimentation (Frontloading) : distribution, avant 2002, de billets de banque et/ou de pièces en **euros** à certains groupes ciblés (banques, commerçants, sociétés de voyage de fonds, automates et grand public par exemple).

Prise en pension [Repurchase operation (repo)] : opération de cession temporaire destinée à fournir des liquidités et fondée sur un **accord de pension**.

Procédure bilatérale (Bilateral procedure) : procédure en vertu de laquelle la banque centrale traite directement avec une ou quelques **contrepartie(s)** seulement, sans recourir à l'instrument des appels d'offres. Les procédures bilatérales recouvrent également des opérations exécutées par l'intermédiaire des marchés boursiers et des agents de marché.

Programmes de convergence (Convergence programmes) : cf. **Programmes de stabilité**.

Programmes de stabilité (Stability programmes) : estimations et plans à moyen terme des administrations publiques, soumis par les États membres non participants, concernant l'évolution des principales variables économiques en vue de la réalisation de l'objectif à moyen terme, tel que défini dans le **Pacte de stabilité et de croissance**, d'une situation budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent. En ce qui concerne les finances publiques, les mesures destinées à rééquilibrer les soldes budgétaires et les scénarios économiques sous-jacents sont mis en évidence. Les programmes de stabilité doivent être actualisés chaque année. Ils sont examinés par la **Commission européenne** et le **Comité économique et financier**, dont les rapports servent de base à une évaluation par le Conseil **Ecofin**, centrée, en particulier, sur le point de savoir si l'objectif budgétaire à moyen terme du programme prévoit une marge de sécurité suffisante, permettant d'éviter un déficit excessif. Les pays ne participant pas à la zone euro doivent présenter chaque année des **programmes de convergence**, conformément au Pacte de stabilité et de croissance.

Ratio de déficit (Deficit ratio) : objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques et inscrits à l'article 104 (2) du **Traité**. Il est défini comme « *le rapport entre le déficit public prévu ou effectif et le produit intérieur brut* » aux prix du marché, le déficit public étant défini au Protocole n°20 (sur la procédure applicable en cas de déficit excessif) comme « *le besoin net de financement des administrations publiques* », conformément à la définition du **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**.

Ratio de la dette publique (Debt ratio) : objet d'un des critères de convergence relatifs aux finances publiques et inscrits à l'article 104 (2) du **Traité**. Il est défini comme « *le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut aux prix du marché* », la dette publique étant définie au Protocole n°20 (sur la procédure applicable en cas de déficit excessif) comme « *l'encours total des dettes brutes, à leur valeur nominale, à la fin de l'année et consolidées à l'intérieur des secteurs des administrations publiques* », les administrations publiques étant prises au sens défini dans le **Système européen de comptes 1995 (SEC 95)**.

Réalignement (Realignment) : modification du cours pivot d'une monnaie participant à un système de change avec un ancrage fixe mais ajustable. Dans le **MCE II**, un réalignement consiste en une modification du cours pivot de l'**euro**.

Référence (Benchmark) : en matière de placements, il s'agit d'un portefeuille ou d'un indice de référence élaboré à partir des objectifs en termes de liquidité, de risque et de rendement des placements. Le portefeuille de référence permet également de calculer la performance différentielle du portefeuille effectivement constitué.

Règle (ou accord) de partage des pertes [Loss-sharing rule (or loss-sharing agreement)] : accord entre les participants à un système d'échange ou à un dispositif de compensation pour la répartition de toute perte pouvant apparaître quand un ou plusieurs participants ne remplissent pas leurs obligations; l'accord détermine la manière dont la perte sera partagée entre les parties concernées s'il vient à jouer.

Réserves obligatoires (Reserve requirement) : obligation pour les établissements assujettis de détenir des réserves auprès de leur banque centrale. Dans le système de réserves obligatoires de l'**Eurosystème**, les réserves obligatoires d'un **établissement de crédit** sont calculées par multiplication du **taux de réserves** fixé pour chaque catégorie d'éléments de l'**assiette des réserves** par le montant relatif à ces éléments figurant au bilan de l'établissement. En outre, les établissements sont habilités à déduire un **abattement forfaitaire** de leurs réserves obligatoires.

Risque de règlement (Settlement risk) : terme général désignant le risque que le règlement, au sein d'un système d'échange, n'ait pas lieu comme prévu. Ce risque peut désigner à la fois le risque de crédit et le risque de liquidité.

Solde primaire (Primary balance) : besoin net ou capacité nette de financement des administrations publiques à l'exclusion des charges d'intérêts sur les engagements consolidés des administrations publiques.

Stabilité des prix (Price stability) : le **Conseil des gouverneurs** a publié une définition quantitative de la stabilité des prix afin de donner une orientation claire aux anticipations relatives à l'évolution des prix. Le Conseil des gouverneurs définit la stabilité des prix comme une progression de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2 % par an pour la **zone euro**. En raison de la nécessité, pour la politique monétaire, d'adopter une orientation prospective, axée sur le moyen terme, la stabilité des prix, selon cette définition, doit être maintenue à moyen terme. La définition fixe une limite supérieure pour le taux d'inflation mesuré et, parallèlement, l'emploi du terme de « progression » indique que la déflation, c'est-à-dire le recul prolongé du niveau de l'IPCH, ne serait pas jugée compatible avec la stabilité des prix.

Système européen de banques centrales (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)] : le SEBC est constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des banques centrales nationales de chacun des 15 États membres, c'est-à-dire qu'il comprend, outre les membres de l'**Eurosystème**, les banques centrales nationales des États membres qui n'ont pas adopté l'**euro** au début de la phase III de l'**UEM**. Le SEBC est administré par le **Conseil des Gouverneurs** et le **Directoire** de la BCE. Un troisième organe de décision du de la BCE est le **Conseil général**.

Système européen de comptes 1995 (SEC 95) [European System of Accounts (ESA 95)] : système de définitions et de classifications statistiques uniformes visant à fournir une description quantitative harmonisée des économies des États membres. Le SEC est la version, propre à la Communauté, du système international des comptes nationaux 1993. Le SEC 95 est une nouvelle version du système européen, dont la mise en œuvre a débuté dans le courant de l'année 1999, conformément au règlement du Conseil (CE) N°2223/96.

Système RBTR (système de règlement brut en temps réel) [RTGS (real-time gross settlement) system] : système de règlement dans lequel traitement et règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans compensation) en temps réel (en continu). Cf. **système Target**.

Système de règlement-livraison [Delivery versus payment system (DVP, or delivery against payment)] : mécanisme, dans un **système de règlement de titres**, garantissant que le transfert définitif d'un actif se produit uniquement lorsque le transfert définitif d'un autre (d'autres) actif(s) intervient. Les actifs peuvent comprendre des titres ou d'autres instruments financiers.

Système de règlement net [Net settlement system (NSS)] : **système de transfert de fonds** dans lequel les opérations de règlement sont effectuées sur une base nette bilatérale ou multilatérale.

Système de règlement de titres (Securities settlement system) : système permettant le transfert de titres avec ou sans paiement de ces derniers.

Système Target (de transfert de gros montants à règlement brut en temps réel) [TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer)] : système de paiement composé d'un système RBTR dans chacun des quinze États membres et du mécanisme de paiement de la BCE. Les systèmes RBTR nationaux et le mécanisme de paiement de la BCE sont reliés entre eux au moyen de procédures communes (« mécanisme d'Interconnexion ») de manière à permettre le passage, d'un système à l'autre, des transferts transfrontière à travers l'UE.

Système de transfert de fonds (STF) [Funds transfer system (FTS)] : dispositif formel établi par contrat privé ou en vertu d'un texte officiel impliquant de multiples participants, des règles communes et des modalités normalisées pour la transmission et le règlement d'obligations portant sur une somme d'argent nées entre les participants.

Système de transfert de fonds entre banques (STFB) [Interbank funds transfer system (IFTS)] : système de transfert de fonds dans lequel la plupart (ou la totalité) des participants sont des établissements de crédit.

Taux de change effectifs (nominaux/réels) [Effective (nominal/real) exchange rates] : les taux de change effectifs nominaux consistent en une moyenne pondérée de différents taux de change bilatéraux. Les taux de change effectifs réels sont les taux de change effectifs nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts en vigueur à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de coûts et de prix. Le taux de change effectif nominal de l'euro, calculé par la Banque centrale européenne (BCE), est une moyenne géométrique pondérée des taux de change de l'euro par rapport aux monnaies des treize partenaires commerciaux de la zone euro. Les pondérations sont calculées à partir des échanges de produits manufacturés effectués entre 1995 et 1997 et tiennent compte des effets de marchés tiers. Le taux de change effectif réel de l'euro est calculé à partir des indices de prix à la consommation (l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro et les autres États membres de l'UE).

Taux de réserves (Reserve ratio) : coefficient établi par la banque centrale pour chaque catégorie d'éléments du bilan assujettis inclus dans l'assiette des réserves. Ces coefficients servent à calculer les réserves obligatoires.

Traité (Treaty) : ce terme désigne le traité instituant la Communauté européenne. Signé à Rome le 25 mars 1957, le traité est entré en vigueur le 1^{er} janvier 1958. Il a institué la Communauté économique européenne (CEE) et il est souvent désigné sous le terme de « traité de Rome ». Le traité sur l'Union européenne a été signé à Maastricht (d'où son appellation courante de « traité de Maastricht »), le 7 février 1992, et il est entré en vigueur le 1^{er} novembre 1993. Il a modifié le traité portant création de la CEE, qui est maintenant qualifié de traité instituant la Communauté européenne. Le traité sur l'Union européenne a été modifié par le « traité d'Amsterdam », qui a été signé à Amsterdam le 2 octobre 1997 et est entré en vigueur le 1^{er} mai 1999.

Transferts en capital (Capital transfers) : il s'agit de (1) transferts transfrontière liés à la propriété d'actifs immobilisés ; (2) transferts transfrontière de fonds liés à ou conditionnés par l'acquisition ou la cession d'actifs immobilisés ; et (3) l'annulation, sans aucune contrepartie, d'engagements transfrontière par les créanciers. Les transferts en capital peuvent être effectués en espèces ou en nature (remise de dette par exemple).

Transferts courants (Current transfers) : transferts qui ne sont pas des transferts en capital et qui ont une incidence directe sur le niveau du revenu disponible du donneur ou du destinataire de la **zone euro**.

UEM (EMU) : cf. **Union économique et monétaire**.

Union économique et monétaire (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)] : le Traité distingue trois étapes dans le processus d'Union économique et monétaire de l'Union européenne. La phase I de l'UEM a commencé en juillet 1990 et s'est achevée le 31 décembre 1993 : elle a surtout été caractérisée par la levée de tous les obstacles internes à la libre circulation des capitaux au sein de l'Union européenne. La phase II de l'UEM, qui a commencé le 1^{er} janvier 1994, a notamment comporté la création de l'**Institut monétaire européen (IME)**, l'interdiction du financement monétaire du secteur public et de son accès privilégié aux institutions financières, ainsi que le devoir d'éviter les déficits excessifs. La phase III a démarré le 1^{er} janvier 1999, conformément aux dispositions prévues à l'article 121 (4) du Traité, avec le transfert des compétences monétaires à l'**Eurosystème** et l'introduction de l'**euro**.

Valeur de référence pour la croissance monétaire (Reference value for monetary growth) : le **Conseil des gouverneurs** assigne à la monnaie un rôle de premier plan dans la conduite de sa stratégie, ce qui implique que les **agrégats monétaires** et leurs contreparties fassent l'objet d'une analyse approfondie en termes d'informations relatives à l'évolution future des prix. À cette fin, une valeur de référence est annoncée pour le taux de croissance de l'agrégat monétaire M3. Celle-ci a été calculée d'une façon qui soit compatible et qui serve la réalisation de la **stabilité des prix**, telle que définie par le Conseil des gouverneurs, et ce, à partir des hypothèses de moyen terme concernant la croissance tendancielle du PIB réel et la vitesse de circulation tendancielle de M3. Des écarts importants ou persistants de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, indiquer des risques à moyen terme pour la stabilité des prix. Toutefois, le concept de valeur de référence n'implique pas que le Conseil des gouverneurs s'engage à corriger de façon mécaniste les écarts de la croissance de M3 par rapport à la valeur de référence.

Valeur de référence pour la situation budgétaire (Reference value for the fiscal position) : le protocole n°20 du **Traité**, relatif à la procédure applicable en cas de déficit excessif, fixe des valeurs de référence explicites pour le **ratio de déficit** (3 % du PIB) et le ratio de la **dette publique** (60 % du PIB). Cf. **Pacte de stabilité et de croissance**.

Zone euro (Euro area) : zone englobant les États membres dans lesquels l'**euro** a été adopté comme monnaie unique, conformément au **Traité** et dans lesquels est menée une politique monétaire unique, sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne (BCE)**. La zone euro comprend la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande.

Chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème

22 décembre 1998

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'effectuer la première opération principale de refinancement de l'Eurosystème par voie d'appel d'offres à taux fixe et de fixer à 3 % le taux d'intérêt. Cette opération sera lancée le 4 janvier 1999, la décision d'adjudication interviendra le 5 janvier 1999 et le règlement aura lieu le 7 janvier 1999. En outre, la première opération de financement à plus long terme sera annoncée le 12 janvier 1999 (le règlement devant intervenir le 14 janvier 1999) et sera effectuée par voie d'appel d'offres à taux variable en utilisant une procédure d'adjudication à taux unique.

Le Conseil des gouverneurs décide également que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal sera fixé à un niveau de 4,5 % et celui de la facilité de dépôt à un niveau de 2,0 %. À titre de mesure transitoire, entre le 4 et le 21 janvier 1999, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal sera fixé à 3,25 % et le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à 2,75 %. Le Conseil des gouverneurs a l'intention de mettre fin à cette mesure transitoire à l'issue de sa réunion du 21 janvier 1999.

31 décembre 1998

Conformément à l'article 109l (4), du traité portant création de la Communauté européenne, le Conseil de l'Union européenne, agissant sur proposition de la Commission européenne et après consultation de la BCE, adopte les taux de conversion irrévocables de l'euro à l'unanimité des États membres de la Communauté européenne ne faisant pas l'objet d'une dérogation ; cette décision prend effet le 1er janvier 1999, à 0 h 00 du matin (heure locale).

Les ministres des États membres de la zone euro, la BCE, les ministres et gouverneurs de banque centrale du Danemark et de la Grèce

décident, dans le cadre d'une procédure commune impliquant la Commission européenne et après consultation du Comité monétaire, de fixer les cours pivots par rapport à l'euro pour les monnaies participant au mécanisme de change qui entre en vigueur le 1er janvier 1999. À la suite de cette décision fixant les cours pivots de ces monnaies par rapport à l'euro, la BCE, la Banque centrale du Danemark et la Banque de Grèce arrêtent, d'un commun accord, les cours d'intervention obligatoire pour la couronne danoise et la drachme grecque. Une marge de fluctuation de $\pm 2,25$ % sera établie autour du cours pivot de la couronne danoise par rapport à l'euro. La marge de fluctuation standard de ± 15 % sera établie autour du cours pivot de la drachme grecque par rapport à l'euro.

7 janvier 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'appliquer aux deux opérations principales de refinancement qui doivent être annoncées les 11 et 18 janvier 1999 les mêmes conditions que pour la première opération de ce type, qui a fait l'objet d'un règlement le 7 janvier 1999 : ce seront des appels d'offres à taux fixe effectués au taux de 3 %.

12 janvier 1999

À la suite de la décision prise par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion du 22 décembre 1998, la BCE annonce que les premières opérations de refinancement à plus long terme de l'Eurosystème seront effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable en utilisant la procédure d'adjudication à taux unique. Afin de mettre en place progressivement les opérations de refinancement à plus long terme, la première de ces opérations est effectuée au moyen de trois appels d'offres parallèles comportant trois échéances différentes, à savoir le 25 février

1999, le 25 mars 1999 et le 29 avril 1999. La BCE annonce également son intention d'adjuger un montant de 15 milliards d'euros lors de chacun de ces appels d'offres parallèles. Concernant les autres opérations de refinancement à plus long terme intervenant dans les trois premiers mois de 1999, l'intention est d'allouer également un montant de 15 milliards d'euros par opération.

21 janvier 1999

Le Conseil des gouverneurs décide de rétablir les taux d'intérêt des facilités permanentes de l'Eurosystème qu'il avait fixés pour le début de la phase III, c'est-à-dire de fixer le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal à 4,5 % et celui de la facilité de dépôt à 2,0 % avec effet au 22 janvier 1999. En outre, il décide que les deux opérations principales de refinancement qui seront réglées le 27 janvier et le 3 février 1999, respectivement, seront assorties des mêmes conditions que celles des trois premières opérations de ce type effectuées au début de janvier, c'est-à-dire qu'elles donneront lieu à des appels d'offres à taux fixe de 3 %.

4 février 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les opérations principales de refinancement qui seront réglées les 10 et 17 février 1999 seront assorties des mêmes conditions que les premières opérations de ce type effectuées au début de l'année, c'est-à-dire qu'elles donneront lieu à des appels d'offres à taux fixe de 3 %. Par ailleurs, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal demeure fixé à 4,5 % et celui de la facilité de dépôt à 2,0 %.

18 février 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'appliquer aux deux opérations principales de refinancement dont le règlement interviendra les 24 février et 3 mars 1999 les

mêmes conditions que pour les opérations précédentes, c'est-à-dire qu'elles donneront lieu à des appels d'offres au taux fixe de 3 %. En outre, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal restera fixé à 4,5 % et celui de la facilité de dépôt à 2,0 %.

4 mars 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les opérations principales de refinancement dont le règlement interviendra les 10 et 17 mars 1999 seront assorties des mêmes conditions que les opérations précédentes, c'est-à-dire qu'elles donneront lieu à des appels d'offres à taux fixe de 3 %. En outre, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal restera fixé à 4,5 % et celui de la facilité de dépôt à 2,0 %. Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'appliquer, jusqu'à nouvel ordre, aux prochaines opérations de refinancement à plus long terme de l'Eurosystème la procédure d'adjudication à taux multiples et ce, à compter de la prochaine opération de ce type qui sera réglée le 25 mars.

18 mars 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les opérations principales de refinancement dont le règlement interviendra les 24 et 31 mars 1999 et le 7 avril seront assorties des mêmes conditions que les opérations précédentes, c'est-à-dire qu'elles donneront lieu à des appels d'offres à taux fixe de 3 %. En outre, le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal restera fixé à 4,5 % et celui de la facilité de dépôt à 2,0 %.

8 avril 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de réduire de 0,5 point de pourcentage le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, à partir de l'opération qui sera réglée le 14 avril 1999. En outre, le Conseil décide d'abaisser le taux d'intérêt de la

facilité de prêt marginal de 1 point de pourcentage, à 3,5 %, et le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 0,5 point de pourcentage, à 1,5 %, dans les deux cas avec effet au 9 avril 1999.

22 avril 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,5 %, 3,5 % et 1,5 %. En outre, le Conseil des gouverneurs annonce que, pour les opérations de refinancement à plus long terme dont le règlement doit intervenir au cours des six prochains mois, l'intention est d'adjuger un montant inchangé de 15 milliards d'euros par opération.

6 mai 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,5 %, 3,5 % et 1,5 %.

20 mai 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,5 %, 3,5 % et 1,5 %. Le Conseil des gouverneurs décide également de modifier l'échéance de l'opération de refinancement à plus long terme dont le règlement devait intervenir pour le 30 septembre 1999. La date de remboursement de cette opération sera avancée du 30 décembre 1999 au 23 décembre 1999. En conséquence, l'opération de refinancement à plus long terme qui devait, initialement, être annoncée le 27 décembre 1999 et dont le montant devait

être adjugé et réglé le 30 décembre 1999 sera annoncée le 21 décembre 1999, adjugée le 22 décembre 1999 et réglée le 23 décembre 1999. Ce réaménagement du calendrier des opérations vise à alléger les procédures opérationnelles sur les marchés de capitaux à la fin de l'année.

2 juin, 17 juin, 1er juillet, 15 juillet, 29 juillet, 26 août, 9 septembre 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,5 %, 3,5 % et 1,5 %.

23 septembre 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,5 %, 3,5 % et 1,5 %.

La BCE a publié le calendrier indicatif des opérations d'appels d'offres de l'Eurosystème pour l'année 2000. Elle a également annoncé qu'aucune nouvelle opération principale de refinancement ne sera effectuée au cours de la première semaine de l'année 2000 et qu'aucune opération de ce type n'arrivera à échéance cette semaine-là. À cet effet, la durée de l'opération principale de refinancement du 21 décembre 1999 sera portée exceptionnellement à trois semaines. Pour éviter que deux opérations principales de refinancement n'arrivent à échéance le 12 janvier 2000, la durée de l'opération du 30 décembre 1999 sera également portée à trois semaines. Ces mesures ont été décidées pour réduire au minimum tout problème éventuel que les contreparties et le marché pourraient connaître du fait du lancement et du règlement d'une opération importante juste après le changement de siècle.

7 octobre 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,5 %, 3,5 % et 1,5 %.

21 octobre 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,5 %, 3,5 % et 1,5 %.

Il décide également que pour les opérations de refinancement à plus long terme dont le règlement interviendra les 28 octobre, 25 novembre et 23 décembre 1999 l'intention est d'adjuger un montant de 25 milliards d'euros par opération. Ce montant est plus élevé que le montant de 15 milliards d'euros adjugé lors des opérations de refinancement à plus long terme effectuées précédemment en 1999. Cette décision traduit la volonté de la BCE de contribuer à un passage harmonieux à l'an 2000.

4 novembre 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever de 0,5 point de pourcentage, à 3,0 %, les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement à compter de l'opération devant être réglée le 10 novembre 1999. En outre, il décide d'augmenter de 0,5 point de pourcentage les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt, à, respectivement, 4,0 % et 2,0 %, avec effet au 5 novembre 1999.

18 novembre 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,0 %, 4,0 % et 2,0 %.

2 décembre 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,0 %, 4,0 % et 2,0 %.

Le Conseil des gouverneurs décide également de confirmer la valeur de référence pour la croissance monétaire, à savoir un taux de croissance annuel de 4,5 % de l'agrégat monétaire large M3. Cette décision est motivée par le fait que les éléments sous-tendant le calcul de la valeur de référence, c'est-à-dire la définition de la stabilité des prix de l'Eurosystème (une hausse annuelle de l'IPCH pour la zone euro inférieure à 2 %), l'estimation relative à la croissance tendancielle du PIB réel (2,0 %-2,5 % par an) et celle relative au ralentissement tendanciel de la vitesse de circulation de M3 (0,5 %-1,0 % par an), sont demeurés dans l'ensemble inchangés. Comme précédemment, le Conseil des gouverneurs analysera les évolutions monétaires par rapport à la valeur de référence sur la base d'une moyenne mobile sur trois mois des taux annuels de croissance de M3. Le Conseil des gouverneurs décide également de réexaminer chaque année la valeur de référence. Le prochain examen aura lieu en décembre 2000.

En ce qui concerne le système de réserves obligatoires de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs décide, à la lumière de nouvelles données statistiques, de porter de 10 % à 30 % la déduction uniforme de l'assiette des réserves s'appliquant aux titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux

ans et aux titres du marché monétaire. Cette décision prendra effet à compter de la détermination du montant des réserves obligatoires pour la période de constitution débutant le 24 janvier 2000.

15 décembre 1999

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,0 %, 4,0 % et 2,0 %.

4 janvier 2000

La BCE annonce que l'Eurosystème procédera, le 5 janvier 2000, à une opération de réglage fin de retrait de liquidité, qui sera réglée le même jour. Cette mesure a pour but de rétablir des conditions de liquidité normales sur le marché monétaire après le passage réussi à l'an 2000.

5 janvier 2000

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,0 %, 4,0 % et 2,0 %.

15 janvier 2000

À la demande des autorités grecques, les ministres des États membres de la zone euro, la BCE et les ministres et gouverneurs de banque centrale du Danemark et de Grèce décident, selon une procédure commune, de réévaluer de 3,5 % le cours pivot de la drachme dans le mécanisme de change (MCE II), avec effet au 17 janvier 2000.

20 janvier 2000

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,0 %, 4,0 % et 2,0 %.

Il annonce également que l'Eurosystème a l'intention d'adjuger un montant de 20 milliards d'euros lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme effectuées au premier semestre de 2000. Ce montant tient compte des besoins de liquidité attendus des banques de la zone euro au cours de la période considérée et du souhait de l'Eurosystème de continuer à fournir au secteur financier l'essentiel de son refinancement par le canal des opérations principales de refinancement.

3 février 2000

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 0,25 point de pourcentage, à 3,25 %, à partir de l'opération devant être réglée le 9 février 2000. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt, à 4,25 % et 2,25 % respectivement, avec effet au 4 février 2000.

17 février 2000, 2 mars 2000

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,25 %, 4,25 % et 2,25 %.

16 mars 2000

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux d'intérêt de opérations

principales de refinancement de l'Euro-système de 0,25 point de pourcentage, à 3,50 %, à partir de l'opération devant être réglée le 22 mars 2000. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt, à 4,5 % et 2,5 % respectivement, avec effet au 17 mars 2000.

Documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE)

Cette liste est destinée à informer les lecteurs d'une sélection de documents publiés par la Banque centrale européenne. Les parties intéressées pourront se procurer gratuitement les publications auprès du service de Presse de la BCE. Les commandes peuvent être passées par écrit à l'adresse postale indiquée au verso de la page de titre.

Une liste complète des documents publiés par l'Institut monétaire européen peut être obtenue en visitant le site Internet de la BCE (<http://www.ecb.int>).

Rapport annuel

Rapport annuel 1998, avril 1999

Bulletin mensuel ¹

Articles publiés depuis janvier 1999 :

« La zone euro au début de la phase III », janvier 1999

« La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème », janvier 1999

« Les agrégats monétaires de la zone euro et leur rôle pour la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème », février 1999

« Le rôle des indicateurs économiques à court terme dans l'analyse de l'évolution des prix au sein de la zone euro », avril 1999

« L'activité bancaire dans la zone euro : les caractéristiques et les tendances structurelles », avril 1999

« Le cadre opérationnel de l'Eurosystème : description et première évaluation », mai 1999

« La mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance », mai 1999

« Les évolutions à long terme et les variations cycliques des principaux indicateurs économiques dans les pays de la zone euro », juillet 1999

« Le cadre institutionnel du Système européen de banques centrales », juillet 1999

« Le rôle international de l'euro », août 1999

« Les bilans des institutions financières monétaires de la zone euro au début de 1999 », août 1999

« Les écarts d'inflation dans une union monétaire », octobre 1999

« Les préparatifs du SEBC en vue du passage à l'an 2000 », octobre 1999

« Les politiques axées sur la stabilité et les évolutions des taux d'intérêt réels à long terme dans les années quatre-vingt-dix », novembre 1999

¹ La version française du Bulletin mensuel de la BCE peut être obtenue auprès du service Relations avec le public de la Banque de France. Elle est également disponible sur le site Internet <http://www.banque-france.fr>. Elle peut être aussi obtenue auprès de la Banque nationale de Belgique, service de la documentation.

- « Target et les paiements en euros », novembre 1999
 - « Les instruments juridiques de la Banque centrale européenne », novembre 1999
 - « La zone euro un an après l'introduction de l'euro : principales caractéristiques et modifications de la structure financière », janvier 2000
 - « Les réserves de change et les opérations de l'Eurosystème », janvier 2000
 - « L'Eurosystème et le processus d'élargissement de l'UE », février 2000
 - « Le processus de concentration des infrastructures de règlement de titres », février 2000
-

Documents de travail

- 1 « A global hazard index for the world foreign exchange markets », V. Brousseau et F. Scacciavillani, mai 1999
 - 2 « What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank », O. Tristani et C. Monticelli, mai 1999
 - 3 « Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world », C. Detken, mai 1999
 - 4 « From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries », I. Angeloni et L. Dedola, mai 1999
 - 5 « Core inflation: a review of some conceptual issues », M. Wynne, mai 1999
 - 6 « The demand for M3 in the euro area », G. Coenen et J.-L. Vega, septembre 1999
 - 7 « A cross-country comparison of market structures in European banking », O. de Bandt et E.P. Davis, septembre 1999
 - 8 « Inflation zone targeting », A. Orphanides et V. Wieland, octobre 1999
 - 9 « Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models », G. Coenen, janvier 2000
 - 10 « On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention », R. Fatum, février 2000
 - 11 « Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem? », J. M. Berk et P. van Bergeijk, février 2000
 - 12 « Indicator variables for optimal policy », L.E.O. Svensson et M. Woodford, février 2000
 - 13 « Monetary policy with uncertain parameters », U. Söderström, février 2000
 - 14 « Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty », G.D. Rudebusch, février 2000
-

Autres publications

- « The TARGET service level », juillet 1998
- « Report on electronic money », août 1998
- « Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations », septembre 1998
- « Money and banking statistics compilation guide », septembre 1998

- « The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures », septembre 1998²
- « Third progress report on the TARGET project », novembre 1998
- « Correspondent central banking model (CCBM) », décembre 1998
- « Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures », janvier 1999
- « Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term », février 1999
- « Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise », juillet 1999
- « The effects of technology on the EU banking systems », juillet 1999
- « Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union », août 1999
- « Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem's view », septembre 1999
- « Compendium: collection of legal instruments, June 1998-May 1999 », octobre 1999
- « European Union balance of payments/international investment position statistical methods », novembre 1999
- « Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper », novembre 1999
- « Money and Banking Statistics Sector Manual », deuxième édition, novembre 1999
- « Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States », novembre 1999
- « Correspondent central banking model (CCBM) », novembre 1999
(pas d'exemplaires imprimés)
- « Cross-border payments in TARGET: A users' survey », novembre 1999

Brochures d'information

- « TARGET », juillet 1998³
- « The euro banknotes and coins », juillet 1999
- « TARGET: facts, figures, future », septembre 1999

2 La politique monétaire unique en phase III : Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC, septembre 1998. Ce document peut être obtenu auprès du service Relations avec le public de la Banque de France. Il est également disponible sur le site Internet <http://www.banque-france.fr> et auprès de la Banque nationale Belgique, service de la documentation.

3 Target (transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel), juillet 1998, brochure en français diffusée par la BCE

