



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

RAPPORT ANNUEL 2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

RAPPORT ANNUEL
2005





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE



RAPPORT ANNUEL 2005

En 2006, toutes les publications de la BCE comporteront un motif figurant sur le billet de 5 euros.

© Banque centrale européenne, 2006

Adresse

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

Adresse postale

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

Téléphone

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Télécopie

+49 69 1344 6000

Télex

411 144 ecb d

Traduction effectuée par la Banque nationale de Belgique et la Banque de France. Tous droits réservés.

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

Photographies :

*David Farrell
Martin Joppen
Robert Metsch
Constantin Meyer
Marcus Thelen*

La date d'arrêté des statistiques figurant dans le présent Rapport est le 24 février 2006.

ISSN 1561-4581 (version papier)

ISSN 1725-289X (internet)

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	11	3 LES BILLETS ET PIÈCES	111
CHAPITRE 1 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE	19	3.1 La circulation des billets et pièces en euros et le traitement de la monnaie fiduciaire	111
1 LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE	20	3.2 La contrefaçon des billets et la lutte contre la contrefaçon	112
2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES, FINANCIÈRES ET ÉCONOMIQUES	24	3.3 L'émission et la production des billets	113
2.1 L'environnement macroéconomique mondial	24	4 LES STATISTIQUES	116
2.2 Les évolutions monétaires et financières	27	4.1 Les évolutions statistiques générales dans la zone euro	116
2.3 Les évolutions de prix	54	4.2 Les nouvelles statistiques ou les statistiques améliorées	117
2.4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail	60	4.3 Les statistiques relatives à l'évaluation de la convergence	118
2.5 Les évolutions budgétaires	70	5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE	119
2.6 Les évolutions des taux de change et de la balance des paiements	75	5.1 Le programme de recherche	119
3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE HORS ZONE EURO	85	5.2 Les réseaux de recherche	121
CHAPITRE 2 LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE	97	6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS	125
1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT	98	6.1 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	123
1.1 Les opérations de politique monétaire	98	6.2 Les fonctions consultatives	123
1.2 Les opérations de change	104	6.3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires	125
1.3 Les activités de placement	104	CHAPITRE 3 LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES	129
2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES	106	1 LA STABILITÉ FINANCIÈRE	130
2.1 Le système <i>Target</i>	106	1.1 Le suivi de la stabilité financière	130
2.2 <i>Target 2</i>	108	1.2 La coopération dans les situations de crise financière	133
2.3 L'utilisation transfrontière de garanties	109	2 LA RÉGULATION ET LA SUPERVISION FINANCIÈRES	134
		2.1 Questions générales	134
		2.2 Le secteur bancaire	134
		2.3 Les valeurs mobilières	135
		2.4 La comptabilité	135

3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE	137	CHAPITRE 6	
		LA COMMUNICATION EXTERNE	169
4 LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ	143	1 LA POLITIQUE DE COMMUNICATION	170
4.1 La surveillance des systèmes de paiement de montant élevé en euros et leurs infrastructures	143	2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION	171
4.2 Les services de paiement de détail	145	CHAPITRE 7	
4.3 La compensation et le règlement-livraison de titres	145	LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS	175
CHAPITRE 4		1 LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE	177
LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES	149	1.1 L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales	177
1 LES QUESTIONS EUROPÉENNES	150	1.2 Le Conseil des gouverneurs	178
1.1 Les questions de politique économique	151	1.3 Le Directoire	180
1.2 Les questions institutionnelles	154	1.4 Le Conseil général	182
1.3 Les évolutions des relations avec les pays adhérents et les pays candidats	155	1.5 Les comités Eurosysteme/SEBC, le Comité budgétaire et la Conférence sur les ressources humaines	183
2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES	157	1.6 Le gouvernement d'entreprise	184
2.1 Les principales évolutions du système monétaire et financier international	157	2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES A L'ORGANISATION	186
2.2 La coopération avec les pays hors UE	159	2.1 Les ressources humaines	186
CHAPITRE 5		2.2 L'examen de l'efficacité et de l'efficience de la BCE	188
LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ	163	2.3 Le nouveau site de la BCE	189
1 LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN	164	3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC	191
2 QUELQUES SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN	165	4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE	193
		Rapport de gestion	194
		Bilan au 31 décembre 2005	196
		Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2005	198
		Les règles et méthodes comptables	199
		Annexe au bilan	204
		Annexe au compte de résultat	211
		Annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes	215
		Rapport des commissaires aux comptes	217

5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2005	218	3 Les écarts de croissance des prêts octroyés aux ménages entre les pays de la zone euro	47
ANNEXES	221	Graphique A Fourchette de croissance des crédits des IFM aux ménages dans les pays de la zone euro	47
INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE	222	Graphique B Coefficient de variation pondéré de la croissance des prêts des IFM aux ménages	48
AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE	225	Graphique C Croissance des prêts des IFM aux ménages et endettement des ménages dans la zone euro	49
CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME	231	Graphique D Dynamique du marché du logement et prêts dans la zone euro au cours de la période 1999-2004	49
DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE	233		
GLOSSAIRE	239		
LISTE DES ENCADRÉS		4 Le réseau de recherche sur la persistance de l'inflation et sur le processus de formation des prix dans la zone euro	57
1 Le changement de la nature de la forte dynamique monétaire au cours des dernières années	31	5 La ventilation sectorielle de la croissance dans la zone euro	63
Graphique A Composantes de M3	32	Graphique A Ventilation de la valeur ajoutée brute en volume	63
Graphique B Variations de M3 et de ses contreparties	32	Graphique B Ventilation de la valeur ajoutée brute en volume des services	63
Graphique C Décomposition sectorielle des dépôts du secteur privé	33	Tableau Évolutions sectorielles de la valeur ajoutée brute en volume de la zone euro	64
2 L'incidence de la hausse des cours du pétrole sur les rendements obligataires et sur les cours boursiers : comparaison historique entre la zone euro et les États-Unis	41	Graphique C Valeur ajoutée dans le secteur des services de la zone euro	65
Tableau A Variations des rendements des emprunts publics à 10 ans dans la zone euro et aux États-Unis dans les douze mois précédant des pics du prix du pétrole	41	Graphique D Valeur ajoutée dans le secteur industriel de la zone euro	65
Tableau B Variations du cours des actions dans la zone euro et aux États-Unis dans les douze mois précédant des pics du prix du pétrole	43	6 Les progrès des réformes structurelles sur les marchés de produits et du travail de la zone euro	68

7	Les évolutions des émissions de titres de créance par les administrations publiques de la zone euro	72	correspondants dans les différentes régions des États-Unis et dans les pays de la zone euro, respectivement	139
	Tableau A Taux de croissance annuels des titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro	72	Graphique B Dispersion des taux à long terme des prêts au logement accordés aux ménages et taux de marché correspondants dans les différentes régions des États-Unis et dans les pays de la zone euro, respectivement	139
	Tableau B Structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro	73		
	Graphique A Encours de titres de créance des administrations publiques de la zone euro par pays émetteur en 2005	73		
	Graphique B Émissions nettes de titres de créance des administrations publiques de la zone euro par pays émetteur en 2005	73	12 Déclarations publiques de la BCE sur la réforme du Pacte de stabilité et de croissance	151
			LISTE DES TABLEAUX	
			1 Évolution des prix	55
			2 Indicateurs de coûts salariaux	60
			3 Structure de la croissance du PIB en volume	61
			4 Évolutions du marché du travail	67
			5 Situations budgétaires dans la zone euro	71
			6 Croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	85
			7 IPCH des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	86
			8 Situation budgétaire des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	88
			9 Balance des paiements: principales rubriques	89
			10 Évolutions au sein du MCE II	90
			11 Stratégies officielles de politique monétaire des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	93
			12 Flux de paiements dans <i>Target</i>	107
			13 Disponibilité globale de <i>Target</i>	107
			14 Répartition des faux billets par coupures	112
			15 Répartition de la production des billets en euros en 2005	115
8	Le recyclage de la rente pétrolière et son incidence	79		
	Graphique A Recettes pétrolières	80		
	Graphique B Créances nettes de l'OPEP et ventilation par devises	80		
	Graphique C Créances nettes de la Russie et ventilation par devises	81		
	Tableau Parts de marché d'une sélection d'économies dans les importations de l'OPEP et de la CEI	81		
9	Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	125		
10	Le réseau de recherche sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe	137		
11	Comparaison interrégionale des taux appliqués aux prêts au logement dans la zone euro et aux États-Unis	139		
	Graphique A Dispersion des taux variables à court terme des prêts au logement accordés aux ménages et taux de marché			

LISTE DES GRAPHIQUES

1 Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire	21	24 Contributions des principales composantes à l'IPCH	56
2 Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées	24	25 Prix de l'immobilier résidentiel	59
3 Principales évolutions sur les marchés des matières premières	27	26 Ventilation des prix à la production	59
4 M3 et prêts au secteur privé	28	27 Ventilation sectorielle de la rémunération par tête	60
5 Contributions à la croissance annuelle de M3	28	28 Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume	62
6 Taux d'intérêt à court terme appliqués aux dépôts	29	29 Indicateurs de confiance	62
7 Contributions au taux de croissance annuel des dépôts à court terme et des pensions	30	30 Chômage	66
8 Contreparties de M3	35	31 Productivité du travail	67
9 Estimations du <i>money gap</i>	36	32 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro	77
10 Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro et courbe des rendements du marché monétaire	37	33 Solde du compte de transactions courantes et composantes	77
11 Taux d'intérêt des contrats Euribor 3 mois et volatilité implicite tirée des options sur contrats Euribor 3 mois	38	34 Compte financier de la zone euro	83
12 Rendements des emprunts publics à long terme	39	35 Flux financiers de la zone euro vers les nouveaux États membres de l'UE	83
13 Rendements réels et points morts d'inflation de la zone euro	39	36 Position extérieure nette	83
14 Indices boursiers	44	37 Variations du taux de change de l'euro vis-à-vis des monnaies de l'UE n'appartenant pas au MCE II	92
15 Croissance effective et attendue des bénéfices par action	44	38 Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2005	98
16 Prêts des IFM aux ménages	45	39 Actifs négociables éligibles	101
17 Taux d'intérêt sur les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières	46	40 Actifs négociables livrés en garantie	101
18 Endettement et charge du service de la dette des ménages	51	41 Différence entre la part des actifs négociables éligibles et la part des actifs livrés en garantie	102
19 Coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro	51	42 Valeur totale des billets en circulation entre 2000 et 2005	111
20 Ratios de rentabilité des sociétés non financières cotées de la zone euro	53	43 Nombre total de billets en euros en circulation entre 2002 et 2005	111
21 Ventilation du taux de croissance annuel en termes réels du financement externe des sociétés non financières	53	44 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2005	112
22 Ratios d'endettement des sociétés non financières	54	45 Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2005	113
23 Ventilation de l'IPCH : principales composantes	56	46 Documents de travail de la BCE : classement selon la grille du <i>Journal of Economic Literature</i>	120

ABRÉVIATIONS

PAYS

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

AUTRES

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BRI	Banque des règlements internationaux
CE	Communauté européenne
CUMIM	Coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière
cvs	Corrigé des variations saisonnières
DTS	Droit de tirage spécial
EEE	Espace économique européen
FBCF	Formation brute de capital fixe
FMI	Fonds monétaire international
HWWA	Institut de recherches économiques de Hambourg
IDE	Investissements directs étrangers
IFM	Institution(s) financière(s) monétaire(s)
IME	Institut monétaire européen
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Indice des prix à la production
NEM	Nouveaux États membres
OIT	Organisation internationale du travail
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes nationaux 1995
TCE	Taux de change effectif
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire

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

Depuis 1998, la BCE organise une série d'expositions sur le thème : « L'art contemporain dans les États membres de l'Union européenne ». Chaque exposition a vocation à donner au personnel et aux visiteurs de la BCE un aperçu de la création artistique dans un pays de l'UE. Le choix s'est porté sur l'art contemporain, miroir de l'époque qui a vu l'Union monétaire devenir réalité.

Certaines œuvres d'art sont acquises pour enrichir le fonds de la collection artistique de la BCE. Les sept intercalaires qui séparent les chapitres de ce Rapport annuel présentent une sélection d'œuvres appartenant à cette collection.

Artiste : Peter Sauerer

Titre : Großmarkthalle, 2004

Support : Bois et ficelles, Format : 90 x 20 x 15 cm

Artiste : Ilse Haider

Titre : Kopf eines Athleten, 1994

Support : Tiges d'osier, émulsion photo, Format : 180 x 120 x 40 cm

Artiste : Pep Agut

Titre : Read your voice, 2000

Support : Média mixtes, Format : 190 x 195 cm

Artiste : Maria Hedlund

Titre : Loosing Ground, 2003

Support : Quatre photos C-print sur aluminium, Format : 85 x 76 cm

Artiste : David Farrell

Titre : Ballynultagh, 2000, (de la série « Innocent Landscapes »)

Support : Photographie, Format : 100 x 100 cm

Artiste : Natividad Bermejo

Titre : Duérmete niño, 2000

Support : Graphite sur papier, Format : 145 x 212 cm

Artiste : Pedro Proença

Titre : Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Support : Acrylique sur toile, Format : 200 x 150 cm

AVANT-PROPOS



Je souhaiterais commencer par rendre hommage à mon prédécesseur Wim Duisenberg, notre premier président, décédé l'an dernier. Comme je l'ai déclaré à plusieurs reprises, à Amsterdam, à Francfort et dans nombre d'autres villes d'Europe, notre institution, la Banque centrale européenne, son personnel, mes collègues du Directoire, du Conseil des gouverneurs, du Conseil général et moi-même, avons tous une immense dette de gratitude envers Wim. Sa mémoire sera toujours présente, ou mieux, comme l'aurait dit Chateaubriand, « la mort, en le touchant, ne l'a pas détruit ; elle l'a seulement rendu invisible ».

En 2005, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 1,4 %, après 1,8 % en 2004 et 0,7 % en 2003. Après avoir progressé à un rythme modéré au premier semestre, l'activité économique a eu tendance à se renforcer au second, grâce à la croissance soutenue de la demande mondiale, à la forte hausse de

la rentabilité des entreprises et aux conditions de financement très favorables. Elle a ainsi pu absorber relativement bien le niveau élevé et la volatilité des cours du pétrole. Toutefois, en raison des fortes hausses des cours des matières premières et de l'énergie et, dans une moindre mesure, des relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte, la progression annuelle de l'IPCH s'est établie à 2,2 % en 2005, niveau légèrement supérieur au rythme de 2,1 % observé au cours des deux années précédentes. Les tensions inflationnistes d'origine interne sont néanmoins demeurées contenues, la persistance de la modération salariale et l'orientation favorable des prix des produits manufacturés importés ayant contrebalancé, dans une certaine mesure, le renchérissement des matières premières et de l'énergie.

Compte tenu des faibles tensions inflationnistes d'ordre interne, le Conseil des gouverneurs a maintenu les taux directeurs de la BCE inchangés au niveau historiquement bas de 2 % durant la majeure partie de l'année, tout en continuant de suivre attentivement les anticipations d'inflation à long terme. Au fil des mois, l'analyse économique de la BCE a dénoté un renforcement des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, diagnostic confirmé par l'analyse monétaire, à la lumière de la forte croissance de la monnaie et du crédit dans une situation de liquidité déjà abondante. Vers fin 2005, le recoupement régulier des analyses économique et monétaire a fait apparaître qu'un ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE se justifiait pour faire face à ces risques. Par conséquent, le 1^{er} décembre 2005, le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les taux directeurs de la BCE de 25 points de base, après les avoir laissés inchangés pendant deux ans et demi.

Les anticipations d'inflation pour l'ensemble de la zone euro sont solidement ancrées à des

niveaux compatibles avec la stabilité des prix, comme il ressort des enquêtes et des indicateurs financiers. Les primes de risque intégrées dans les taux d'intérêt nominaux sur l'ensemble des échéances sont ainsi demeurées à un bas niveau, ce qui s'est traduit par un recul des taux à court et à long termes. La forte crédibilité de la BCE et sa politique axée sur la stabilité ont donc permis d'assurer des conditions de financement très favorables pour les investisseurs et de soutenir ainsi la croissance économique et la création d'emplois. Elles ont également contribué au maintien du pouvoir d'achat des consommateurs, ce qui est essentiel pour l'ensemble des résidents de la zone euro, notamment les personnes à faible revenu. Il est capital de préserver cet atout de l'économie de la zone euro. À cette fin, le Conseil des gouverneurs continuera de procéder à un suivi attentif de l'ensemble des évolutions pertinentes afin que les anticipations d'inflation à moyen et long termes demeurent solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

Le succès de l'UEM dépend également de la mise en œuvre de politiques budgétaires soutenables et de réformes structurelles globales destinées à élever le potentiel de croissance. Leur action conjuguée permettra non seulement de favoriser la cohésion et la flexibilité de l'économie de la zone euro, mais aussi de soutenir la politique monétaire dans sa mission de maintien de la stabilité des prix, renforçant ainsi son efficacité et contribuant à une croissance économique durable et à la création d'emplois.

Le respect des règles budgétaires convenues concourt à la soutenabilité des finances publiques, qui revêt une importance cruciale compte tenu notamment de l'incidence budgétaire attendue du vieillissement des populations. C'est pour cette raison que l'Eurosystème a toujours fermement soutenu le Pacte de stabilité et de croissance. Une mise en

œuvre rigoureuse et systématique des règles révisées favoriserait la discipline budgétaire et contribuerait à restaurer la crédibilité du dispositif budgétaire de l'UE ainsi que la confiance dans la conduite de politiques budgétaires prudentes. La fiabilité et la transmission dans les délais requis des statistiques de finances publiques sont en outre essentielles au cadre budgétaire européen et à l'efficacité de la surveillance mutuelle.

Des progrès ont été réalisés au cours des dernières années dans le domaine des réformes structurelles, mais l'évaluation à mi-parcours de la stratégie de Lisbonne effectuée en mars 2005 a montré que des efforts beaucoup plus considérables devaient être consentis pour améliorer le potentiel de croissance et d'emploi de l'Europe. De même qu'une plus grande flexibilité des marchés du travail, des produits et des capitaux est propice à une meilleure allocation des ressources, un environnement économique plus stimulant favorise la capacité d'innover, d'investir et de créer des emplois. À cela s'ajoute le défi de l'achèvement du marché intérieur, y compris pour les services, qui doit permettre aux entreprises de bénéficier d'économies d'échelle et renforcer l'efficacité économique. Au total, c'est en encourageant et en accélérant les changements structurels que l'on pourra le mieux tirer parti des opportunités résultant de la mondialisation et des rapides évolutions technologiques. Les citoyens européens se verront ainsi offrir les meilleures perspectives de prospérité.

L'Eurosystème est très attentif aux évolutions relatives à l'intégration financière en Europe. Celle-ci contribue à la mise en œuvre harmonieuse de la politique monétaire unique dans la zone euro ainsi qu'à l'allocation efficace des ressources et, partant, à la croissance économique. Elle a des implications pour la mission de l'Eurosystème consistant à préserver la stabilité financière et participe également à

l'efficacité et au bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement-livraison. En septembre 2005, la BCE a publié son premier rapport présentant une série d'indicateurs de l'intégration financière dans la zone euro. Ces indicateurs font état d'un accroissement de l'intégration financière, mais à des degrés divers selon le compartiment de marché considéré. Enfin, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux objectifs généraux de l'UE, qui recouvrent notamment l'intégration financière.

L'intégration est déjà totalement réalisée dans le domaine des systèmes de règlement brut en temps réel, grâce au système *Target*. L'Eurosystème prépare activement la mise en place du système *Target 2*, qui offrira des services harmonisés et une nouvelle grille de tarification pour le tronc commun de services. La date de migration du premier groupe de pays vers *Target 2* a été fixée au 19 novembre 2007. L'ensemble des banques centrales participant à *Target 2*, ainsi que leur communauté bancaire nationale, devraient utiliser le nouveau système en mai 2008 au plus tard.

S'agissant des systèmes de paiement de masse, la création d'un Espace unique de paiement en euros (SEPA) demeure un objectif capital. Il permettra aux citoyens européens d'effectuer des paiements dans toute la zone euro à partir d'un même compte bancaire, en recourant à une palette unique d'instruments de paiement, avec autant d'efficacité et de sécurité que s'il s'agissait de paiements domestiques. Il est prévu que cette option soit disponible d'ici 2008. L'Eurosystème soutient pleinement le respect de cette échéance, qui exige un engagement fort de la part de l'ensemble des parties concernées.

À la suite de la signature, en octobre 2004, du traité établissant une Constitution pour l'Europe (Constitution européenne), les États membres ont engagé les procédures de ratification nécessaires. À ce jour, quinze États membres

ont ratifié le Traité ou sont presque au terme de la procédure formelle. En France et aux Pays-Bas, le référendum organisé sur la Constitution européenne n'a pas obtenu la majorité. Pour la BCE, ce texte clarifie le cadre juridique et institutionnel de l'UE et renforce sa capacité d'action aux niveaux tant européen qu'international, tout en confirmant le cadre monétaire existant. Il convient de souligner que le processus de ratification de la Constitution n'a pas d'incidence sur le fonctionnement de l'Union monétaire et qu'il n'affecte pas la stabilité de l'euro. Que ce soit dans le cadre du Traité actuel ou de la Constitution européenne, la BCE continuera à garantir la crédibilité de l'euro et à maintenir la stabilité des prix, condition indispensable à un environnement macroéconomique non inflationniste propice à la croissance et à la création d'emplois.

En 2005, quatre États membres de l'UE ont rejoint le mécanisme de change (MCE II) en vue de leur participation à la zone euro dès qu'ils rempliront durablement l'ensemble des critères de convergence. La BCE, comme la Commission européenne, publiera à l'automne 2006 son rapport sur la convergence qui paraît tous les deux ans. Il convient de préciser que les États membres seront évalués au cas par cas, eu égard à leurs performances économiques et monétaires respectives et dans le respect total du principe d'égalité de traitement. Dans ces conditions, l'élargissement de la zone euro sera bénéfique tant pour les pays qui en font partie actuellement que pour ceux qui la rejoindront.

La BCE a dégagé un excédent de 992 millions d'euros en 2005. Une provision d'un montant équivalent a été constituée au titre des risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, ce qui ramène le bénéfice net déclaré pour 2005 à très exactement zéro. Cette provision servira à couvrir les pertes issues de l'exposition à ces risques, notamment

les moins-values non couvertes par les comptes de réévaluation. L'excédent dégagé en 2005 fait suite à une perte nette de 1 636 millions d'euros enregistrée en 2004, principalement en raison de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar. En 2005, l'euro s'est déprécié par rapport à cette devise.

L'effectif total de la BCE budgété pour 2005 était de 1 369,5 personnes (en équivalent temps plein), contre 1 362,5 en 2004. À fin 2005, 1 360 personnes, soit 1 351 en équivalent temps plein, étaient employées par la BCE dans le cadre de contrats à durée indéterminée ou de contrats à durée déterminée de douze mois au moins. Depuis le 15 mai 2005, la BCE reçoit les candidatures de résidents des deux pays adhérents, à savoir la Bulgarie et la Roumanie. La mise en œuvre de la nouvelle stratégie en matière de ressources humaines engagée en 2004 s'est poursuivie en 2005. Cette stratégie, qui encourage la mobilité, met également l'accent sur l'enrichissement de l'expertise des cadres dirigeants de la BCE et sur l'acquisition et le développement permanents de qualifications et de compétences par les membres du personnel. En outre, les six valeurs communes de la BCE recensées en 2004 ont été progressivement intégrées aux politiques de ressources humaines et continueront de guider l'ensemble du personnel dans ses travaux quotidiens.

La question des ressources humaines est également examinée à l'échelle de l'Eurosystème. En vue de favoriser davantage la coopération et l'esprit d'équipe au sein des banques centrales de l'Eurosystème/du SEBC dans ce domaine, le Conseil des gouverneurs a institué en 2005 une Conférence sur les ressources humaines. Sans préjudice de la compétence exclusive des BCN et de la BCE à cet égard, la Conférence permettra l'échange d'expériences, d'expertise et d'informations sur les politiques et pratiques en matière de ressources humaines, contribuant ainsi à l'identification des opportunités d'actions de

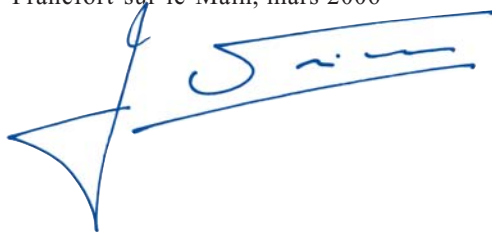
formation communes et au développement de mesures favorisant les échanges de personnel. La Conférence, ainsi que le Comité de la communication externe de l'Eurosystème/du SEBC, ont été mandatés pour mettre en œuvre les mesures concrètes destinées à promouvoir la déclaration de mission de l'Eurosystème publiée en janvier 2005. Donner un sens concret à la déclaration de mission dans le cadre des activités quotidiennes des personnels de l'Eurosystème relève d'un processus permanent qui renforcera l'esprit d'équipe entre la BCE et les BCN de la zone euro.

En sa qualité d'institution publique, la BCE s'engage à offrir les meilleurs services au meilleur coût. Compte tenu de cet engagement permanent, le Directoire a décidé de réexaminer l'efficacité et l'efficience de la BCE en engageant une procédure de budget base zéro (BBZ) à laquelle les dirigeants et le personnel ont activement participé. En s'appuyant sur les résultats de la procédure BBZ, le Directoire a décidé d'économiser ou de réorienter un nombre substantiel de postes, sans toutefois procéder à des licenciements. Un gel temporaire des recrutements a été mis en œuvre. Le Directoire a adopté un certain nombre d'autres mesures couvrant un champ plus large de questions relatives à l'organisation interne ou transversale des différents métiers de la BCE, qui permettront à l'institution d'accroître son efficacité et son efficience. Les changements d'ordre organisationnel entraînés par la procédure BBZ, tels que la restructuration de certains métiers en vue de mieux exploiter les synergies, la concentration de l'expertise et des compétences analytiques, la rationalisation des processus opérationnels ainsi qu'un recentrage sur la planification stratégique à moyen terme, sont progressivement mis en œuvre. L'élan imprimé par la procédure BBZ renforcera la culture managériale visant à faire le meilleur usage des ressources existantes.

À la suite de la sélection, début 2005, d'un architecte pour la réalisation du nouveau site de

la BCE, le Conseil des gouverneurs a décidé de réexaminer le cahier des charges et la dimension du projet. Cette phase d'optimisation a abouti à une réduction significative des coûts de construction estimés. Le Conseil des gouverneurs a approuvé le concept architectural révisé et décidé, en décembre 2005, le démarrage de la phase de planification. La BCE s'engage à traiter et à suivre ce projet avec la plus grande attention tant ce qui concerne le coût global que la réalisation en temps voulu des diverses étapes de l'opération.

Francfort-sur-le-Main, mars 2006



Jean-Claude Trichet

Artiste
Peter Sauerer
Titre
Großmarkthalle, 2004
Support
Bois et ficelles
Format
90 x 20 x 15 cm
© BCE et l'artiste



CHAPITRE I

**LES ÉVOLUTIONS
ÉCONOMIQUES ET LA
POLITIQUE MONÉTAIRE**

I LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La croissance économique de la zone euro a légèrement fléchi au second semestre 2004 et au premier semestre 2005, en raison pour partie de la hausse des cours du pétrole, d'un ralentissement temporaire du commerce mondial et des effets différés de l'appréciation de l'euro intervenue dans le passé. Au second semestre 2005, toutefois, l'activité économique dans la zone euro s'est de nouveau renforcée, bénéficiant de la vigueur persistante de la demande mondiale, de la forte progression des bénéfices des entreprises et de conditions de financement très favorables. Dans l'ensemble, le PIB en volume a progressé (en données partiellement corrigées du nombre de jours ouvrés) de 1,4 % en 2005, après 1,8 % en 2004 et 0,7 % en 2003. Dans un contexte caractérisé par le niveau élevé et la volatilité des cours du pétrole, l'activité économique s'est ainsi montrée relativement résistante en 2005.

En dépit d'une forte augmentation des prix des matières premières et de l'énergie, les tensions inflationnistes internes sont demeurées contenues dans le contexte d'une croissance économique se renforçant, tout en demeurant relativement modérée. L'évolution des salaires, en particulier, est restée mesurée. Les tensions inflationnistes ont également été limitées par la tendance favorable affichée par les prix des produits manufacturés importés. Les anticipations d'inflation à long terme de la zone euro sont demeurées solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Néanmoins, l'inflation globale est restée assez élevée en 2005, en raison essentiellement des fortes hausses des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix administrés et des impôts indirects. Au total, la progression annuelle de l'IPCH s'est établie à 2,2 % en 2005, niveau légèrement plus élevé que le taux de 2,1 % observé au cours des deux années précédentes. Les risques à la hausse ont persisté, en ce qui concerne notamment les effets potentiels de second tour découlant du processus de fixation des salaires et des prix, susceptibles de résulter de l'augmentation des cours du pétrole.

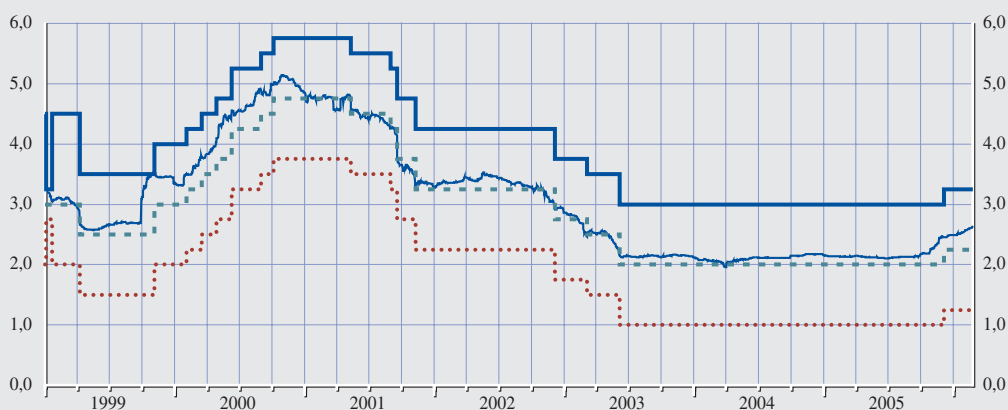
La dynamique monétaire, qui avait commencé à se renforcer mi-2004, s'est encore intensifiée en 2005, avant de se modérer quelque peu au cours des trois derniers mois de l'année. Cette accélération reflète en partie l'effet stimulant du faible niveau actuel des taux d'intérêt sur la demande de monnaie et de crédit. La forte croissance monétaire a contribué à alimenter la liquidité déjà abondante de la zone euro, signalant des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes.

Dans ce contexte, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est demeuré inchangé au niveau historiquement bas de 2 % sur la plus grande partie de l'année. Début 2005, l'analyse économique a fait ressortir que les tensions inflationnistes sous-jacentes d'ordre interne étaient maîtrisées. Cependant, dans une situation caractérisée par une croissance monétaire forte et une liquidité abondante, le Conseil des gouverneurs a exprimé la nécessité d'être vigilant face aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix. En outre, les projections relatives à l'inflation ont été progressivement revues à la hausse dans le courant de l'année, en partie parce qu'il devenait évident que le processus de renchérissement du pétrole se poursuivrait plus longtemps que prévu au départ, confirmant l'existence de risques pesant sur la stabilité des prix. En décembre 2005, les analyses régulières de la situation économique et monétaire et leur recoupement ont mené à la conclusion qu'un ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire était justifié afin de faire face à ces risques. En conséquence, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 1^{er} décembre 2005, de relever les taux directeurs de la BCE de 25 points de base, après avoir laissé ces taux inchangés pendant deux ans et demi. Le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été porté à 2,25 %, et les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été relevés à 1,25 % et 3,25 %, respectivement (cf. graphique 1).

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

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



Source : BCE

Note : Pour les opérations réglées avant le 28 juin 2000, le taux des opérations principales de refinancement est le taux applicable aux appels d'offres à taux fixe. Par la suite, le taux retenu est le taux de soumission minimal applicable aux appels d'offres à taux variable.

Si l'on examine plus attentivement les décisions de politique monétaire en 2005, il convient de diviser l'année en deux parties. En ce qui concerne le premier semestre, les données disponibles au cours des premiers mois de 2005 ont donné des raisons de penser que l'affaiblissement de la croissance du PIB en volume observé au second semestre 2004 serait de courte durée. Cependant, en raison essentiellement de la persistance du niveau élevé et de la volatilité des cours du pétrole, l'appréciation est devenue légèrement plus pessimiste au deuxième trimestre 2005, face au renforcement des incertitudes concernant l'évolution à court terme de la demande intérieure. En juin 2005, les projections macroéconomiques des services de l'Euro-système relatives à la croissance du PIB en volume ont donc été revues à la baisse par rapport à celles de décembre 2004. Ces projections ont tablé sur une croissance annuelle du PIB en volume revenant de 1,8 % en 2004 à un taux compris entre 1,1 % et 1,7 % en 2005, pour augmenter et s'inscrire à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 1,5 % et 2,5 % en 2006. Les prévisions des organisations

internationales et du secteur privé ont fourni des indications similaires. Néanmoins, les conditions d'un renforcement de l'activité économique sont apparues toujours réunies malgré des risques à la baisse pesant sur la croissance, liés à la faible confiance des consommateurs, au niveau élevé et à la volatilité des cours du pétrole et aux déséquilibres mondiaux. Sur le plan extérieur, la croissance de l'économie mondiale est demeurée soutenue, stimulant ainsi les exportations de la zone euro. Sur le plan interne, les conditions de financement très favorables, les excellents résultats des sociétés et les restructurations d'entreprises ont créé un environnement propice à l'investissement. La croissance de la consommation privée devait bénéficier de la hausse attendue du revenu disponible réel, dans le contexte d'une progression plus forte de l'emploi et d'une baisse de l'inflation. Les statistiques révisées (qui n'ont été disponibles que plus tard dans l'année) indiquent que la croissance du PIB en volume, tout en demeurant modérée, s'est effectivement redressée de façon progressive au premier semestre 2005 (de 0,2 % au dernier trimestre 2004 à 0,3 % et 0,4 %,

respectivement, aux premier et deuxième trimestres 2005), reflétant essentiellement une plus forte contribution des exportations nettes.

En ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH s'est modérée à 2,0 % en moyenne au premier semestre 2005, après 2,3 % environ au second semestre 2004. Cependant, cette diminution a reflété essentiellement des effets de base. Le renchérissement du pétrole a continué d'exercer d'importantes tensions à la hausse sur la dynamique de l'inflation. Toutefois, les évolutions salariales sont restées modérées, de sorte qu'aucun élément n'indiquait une accentuation des tensions inflationnistes sous-jacentes d'ordre interne dans la zone euro. Les projections macroéconomiques de juin 2005 établies par les services de l'Eurosystème ont ainsi tablé sur une progression annuelle de l'IPCH se situant, en moyenne, entre 1,8 % et 2,2 % en 2005 et entre 0,9 % et 2,1 % en 2006. Tandis que les tensions inflationnistes sous-jacentes d'ordre interne demeuraient contenues dans le scénario de référence, des risques à la hausse pesant sur ces projections ont été identifiés, liés en particulier aux évolutions futures des cours du pétrole et à la possibilité d'un relèvement des impôts indirects et des prix administrés. En outre, le Conseil des gouverneurs a insisté sur la nécessité de demeurer vigilant face aux effets de second tour potentiels, liés au processus de fixation des salaires et des prix, qui pourraient résulter du renchérissement du pétrole.

Le renforcement de la dynamique monétaire, qui s'était amorcé mi-2004, s'est poursuivi au premier semestre 2005. Contrairement à la période précédente de forte croissance monétaire observée entre 2001 et mi-2003, cette progression s'est expliquée par l'évolution des composantes les plus liquides de M3 et s'est accompagnée, du côté des contreparties, d'une expansion des concours au secteur privé. Ces évolutions ont reflété dans une large mesure l'effet stimulant exercé par le niveau historiquement très bas des taux d'intérêt dans la zone euro. En raison de la forte progression de M3 au cours des dernières années, la liquidité

dans la zone euro était nettement supérieure au niveau nécessaire au financement d'une croissance économique non inflationniste. En outre, la demande de crédits à l'habitat est restée vigoureuse, contribuant à une forte dynamique des prix des logements dans certaines régions de la zone euro, tandis que le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières se redressait progressivement.

Dans l'ensemble, le Conseil des gouverneurs a conclu que, si le maintien des taux d'intérêt à leur niveau historiquement bas demeurerait approprié dans le contexte de tensions inflationnistes modérées dans la zone euro, le recoupement de l'analyse économique avec l'analyse monétaire plaiderait en faveur d'une vigilance sans relâche quant à la matérialisation des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes. Dans ce contexte, les évolutions des anticipations d'inflation à long terme ont été suivies de façon particulièrement attentive.

Au second semestre 2005, l'analyse économique a progressivement confirmé le renforcement de l'activité économique qui avait été anticipé dans les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème en juin de cette année. La croissance du PIB en volume de la zone euro s'est renforcée pour s'établir à 0,7 %, en glissement trimestriel, au troisième trimestre 2005. En outre, les conditions d'une poursuite de la croissance identifiées dans les précédentes projections sont demeurées réunies. Sur cette base, les projections des services de l'Eurosystème publiées en décembre 2005 ont tablé sur une croissance du PIB en volume comprise entre 1,2 % et 1,6 % en 2005 et entre 1,4 % et 2,4 % en 2006 et en 2007, scénario globalement conforme à celui ressortant des projections de juin. Les prévisions des organisations internationales et du secteur privé ont dressé un tableau comparable. Dans le même temps, des risques à la baisse, liés principalement au niveau plus élevé que prévu des cours du pétrole, aux déséquilibres mondiaux et au niveau encore faible, quoiqu'en augmentation,

de la confiance des consommateurs, ont continué de peser sur ces perspectives d'évolution de l'activité économique.

S'agissant de l'évolution des prix, les taux de progression de l'IPCH se sont élevés à des niveaux nettement supérieurs à 2 % au second semestre 2005, culminant à 2,6 % en septembre, en raison essentiellement de l'augmentation des prix de l'énergie. En outre, contrairement à ce qui était attendu plus tôt dans l'année 2005, il est devenu de plus en plus évident que le mouvement de hausse des cours du pétrole était appelé à durer. Par conséquent, alors que les projections et les prévisions disponibles début 2005 indiquaient un infléchissement assez marqué de la progression de l'IPCH en 2006, cette perception a considérablement changé au cours de l'année. Au second semestre 2005, il a été jugé probable que la hausse annuelle moyenne de l'IPCH en 2006 pourrait rester supérieure à 2 %, même dans l'hypothèse, retenue par les experts, où les augmentations salariales demeureraient contenues. Les projections des services de l'Eurosystème publiées en décembre 2005 tablaient notamment sur une progression moyenne de l'IPCH comprise entre 1,6 % et 2,6 % en 2006 et entre 1,4 % et 2,6 % en 2007. Les prévisions d'organisations internationales et du secteur privé ont présenté des perspectives globalement similaires. En outre, le Conseil des gouverneurs a confirmé que ce scénario demeurerait assorti des risques à la hausse identifiés précédemment.

Au second semestre 2005, l'analyse monétaire a continué de faire ressortir des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes. La liquidité dans la zone euro était abondante, comme l'atteste l'ensemble des indicateurs pertinents. Par ailleurs, le renforcement de la croissance monétaire observé à partir de mi-2004 s'est encore accentué au troisième trimestre 2005. La progression de l'agrégat monétaire large M3 s'est encore expliquée par l'évolution de ses composantes les plus liquides, dans un environnement marqué par le niveau très bas des taux d'intérêt. En outre, la croissance des crédits, notamment des prêts au

logement, est demeurée très soutenue. Dans ce contexte, la dynamique des prix de l'immobilier résidentiel dans plusieurs pays a nécessité un suivi attentif.

En conséquence, au second semestre 2005, le Conseil des gouverneurs a exprimé son inquiétude croissante quant aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix et insisté sur la nécessité de rester extrêmement vigilant face aux évolutions des anticipations d'inflation à plus long terme. En décembre, un ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire s'est révélé justifié, compte tenu des risques pesant sur la stabilité des prix qui avaient été identifiés dans l'analyse économique et confirmés par recoupement avec l'analyse monétaire. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 1^{er} décembre, de relever les taux directeurs de la BCE de 25 points de base, estimant que cette décision contribuerait à maintenir solidement l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long termes dans la zone euro à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Cet ancrage des anticipations d'inflation constitue la condition indispensable pour que la politique monétaire contribue durablement à la croissance économique dans la zone euro. Après la décision du 1^{er} décembre 2005, les taux d'intérêt sur l'ensemble des échéances sont restés très faibles dans la zone euro, à la fois en termes nominaux et réels. La politique monétaire de la BCE est ainsi demeurée accommodante et a encore constitué un puissant soutien de l'activité économique et des créations d'emploi. Le Conseil des gouverneurs a souligné qu'il continuerait de suivre attentivement l'ensemble des évolutions susceptibles d'être porteuses de risques pour la stabilité des prix.

2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES, FINANCIÈRES ET ÉCONOMIQUES

2.1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE MONDIAL

L'ÉCONOMIE MONDIALE A POURSUIVI SON EXPANSION VIGOUREUSE

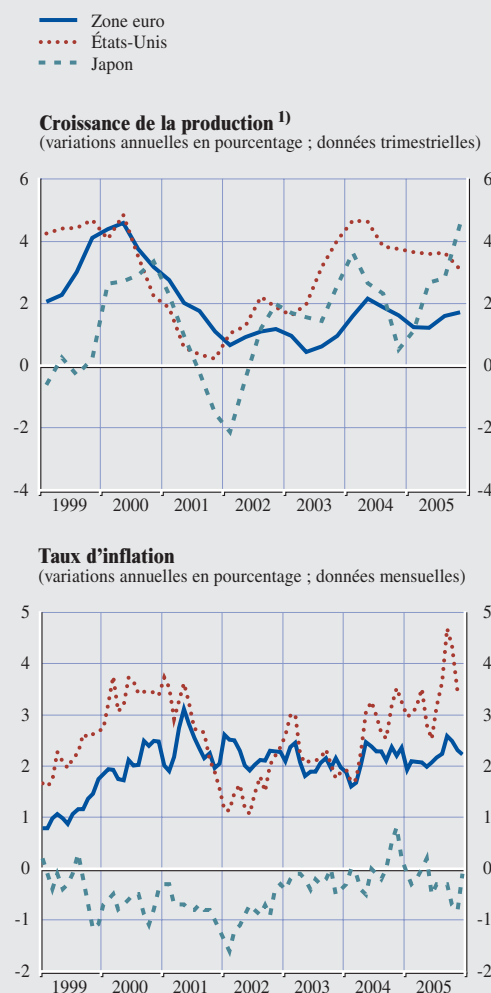
En 2005, l'économie mondiale a continué de croître à un rythme soutenu, ne ralentissant que légèrement par rapport aux niveaux exceptionnels de 2004. Comme en 2004, la croissance a été particulièrement dynamique en Asie. Tout spécialement, l'économie chinoise a continué de progresser à un rythme pour ainsi dire constant, tandis que la reprise s'est accélérée au Japon. L'activité mondiale a de nouveau bénéficié de conditions de financement favorables et d'une rentabilité substantielle des entreprises dans bon nombre de pays. La croissance mondiale a également, comme auparavant, été entraînée par le dynamisme de l'économie américaine.

Reflétant dans une large mesure la vigueur de l'économie mondiale, ainsi que la hausse concomitante de la demande d'énergie et l'érosion progressive des excédents de capacités à travers l'ensemble de la chaîne de production, les cours des produits pétroliers ont poursuivi leur progression quasi tout au long de l'année, pour atteindre un plus haut historique au début de septembre en s'établissant à 67,5 dollars américains par baril de *Brent*. Les effets de la cherté du pétrole sur la croissance et l'inflation à l'échelle mondiale semblent néanmoins avoir été relativement tenus jusqu'à présent. Si l'IPC global a été influencé par la hausse de la composante énergétique, les pressions inflationnistes sous-jacentes sont restées relativement bien contenues dans la plupart des pays. L'IPC global annuel des pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a atteint 2,7 % pour l'ensemble de l'année.

L'activité économique aux États-Unis a progressé très rapidement en 2005 et le PIB réel a progressé de 3,5 % sur l'ensemble de l'année. La croissance du PIB réel est due à la persistance d'un niveau élevé de consommation et d'investissement privés, tandis que les

exportations nettes ont exercé une influence légèrement négative sur la croissance. La consommation des ménages est demeurée vigoureuse pendant la majeure partie de l'année, encouragée par les conditions de financement favorables, la hausse du prix des logements et l'amélioration continue de l'emploi. La hausse des salaires est restée relativement modérée et l'augmentation des prix de l'énergie a modéré la croissance du revenu disponible réel, ce qui

Graphique 2 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. Les chiffres concernant le PIB sont corrigés des variations saisonnières.

a contribué à réduire encore le taux d'épargne déjà bas. L'endettement des ménages exprimé en pourcentage du revenu disponible a continué de croître en 2005. L'investissement des entreprises a rapidement augmenté, grâce aux conditions de financement favorables et à la rentabilité élevée des entreprises. En dépit de la cherté du pétrole et d'un renchérissement des matières premières, une hausse modeste des salaires, conjuguée à une vive croissance, bien qu'en retrait, de la productivité, a contribué à accroître les marges bénéficiaires dans le courant de l'année.

Les déséquilibres externes des États-Unis ont continué de s'approfondir en 2005 et le déficit du compte de transactions courantes a atteint un niveau historiquement élevé en s'établissant à 6,4 % du PIB. La croissance des importations a été plus rapide que celle des exportations, ce qui a encore creusé le déficit extérieur.

Les prix à la consommation se sont temporairement accélérés au cours du troisième trimestre de l'année en raison des effets néfastes des perturbations dues aux ouragans et de la hausse prolongée des prix de l'énergie. Les tensions sur les prix se sont cependant relâchées à la fin de l'année et la hausse annuelle de l'IPC a atteint 3,4 %. L'inflation hors énergie et alimentation est restée contenue, à 2,2 %. En dépit des hausses des prix des produits pétroliers et du coût des matières premières, ainsi que des effets néfastes des ouragans, une appréciation du dollar en termes effectifs nominaux et une hausse modérée des coûts salariaux unitaires ont permis de brider les tensions sur les prix, tandis que les anticipations d'inflation sont restées contenues.

En 2005, le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) du Système fédéral de réserve a relevé le taux objectif des fonds fédéraux de 200 points de base par huit hausses successives de 25 points de base, qui l'ont porté à 4,25 % à la fin de l'année. Dans la déclaration qui a suivi la dernière réunion de l'année, le FOMC a indiqué que de nouveaux resserments modérés de la politique monétaire seraient vraisemblablement

nécessaires. S'agissant de la politique budgétaire, le déficit de l'administration fédérale au cours de l'exercice 2005 a baissé par rapport à celui de 2004 principalement en raison d'une hausse du produit de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu. Le déficit budgétaire fédéral s'est établi à 2,6 % du PIB au cours de l'exercice 2005.

Au Japon, le redressement économique s'est poursuivi en 2005 et la croissance du PIB réel a été supérieure à la croissance potentielle pour la deuxième année consécutive (2,8 %, après 2,3 % en 2004). L'activité économique s'est rapidement accélérée au début de 2005, sous l'influence favorable d'une vive expansion de la consommation privée et de l'investissement non résidentiel. La forte augmentation des dépenses des particuliers a reflété une amélioration continue des revenus et des conditions d'emploi, tandis que la croissance rapide des dépenses d'investissement non résidentiel a été encouragée par des conditions de financement favorables, la vigueur des bénéfices des entreprises, de meilleures situations financières, ainsi que le remplacement d'un stock de capital vieillissant. Même si la demande intérieure est restée le principal moteur de la croissance économique en 2005, des signes avant-coureurs d'un redressement des exportations (surtout vers la Chine) se sont renforcés vers la fin de l'année. Au cours de l'année, le secteur bancaire a bénéficié d'une amélioration progressive des conditions macroéconomiques et des risques de crédit.

Les craintes de déflation ont continué de s'atténuer en 2005. Le rythme annuel de variation des prix à la consommation pour l'ensemble de l'année a été très légèrement négatif (- 0,3 %, comparé à 0,0 % en 2004) et, à la fin de l'année, le niveau des prix à la consommation hors produits frais a cessé de baisser. La Banque du Japon a maintenu son objectif de solde des comptes courants bancaires entre 30 000 et 35 000 milliards de yens en 2005. La Banque du Japon a cependant averti à la fin de 2005 qu'elle mettrait probablement un terme à sa politique

d'assouplissement quantitatif (en place depuis mars 2001) au cours de l'exercice 2006, si les projections favorables d'évolution des prix se concrétisaient (la Banque du Japon a indiqué qu'une hausse continue des prix à la consommation était une condition préalable avant de mettre fin à sa stratégie de politique monétaire actuelle).

Dans les pays asiatiques autres que le Japon, la croissance, restée forte, s'est quelque peu essoufflée en 2005 par rapport aux taux particulièrement élevés qui ont prévalu au cours de l'année précédente, principalement en raison du ralentissement de la demande extérieure, de l'affaiblissement de la demande intérieure et de la hausse des prix des produits pétroliers. Pour ce qui est de l'évolution des prix, la cherté des produits pétroliers a entraîné des taux d'inflation élevés dans bon nombre d'économies importantes de la région, à l'exception de la Chine, ce qui a contraint les autorités monétaires à relever progressivement les taux d'intérêt. L'économie chinoise a poursuivi sa vive expansion, sous l'influence de la robustesse des demandes extérieure et intérieure. Les mesures de resserrement macroéconomique ont freiné le dynamisme des investissements, particulièrement dans le secteur de l'immobilier, et ont stabilisé l'inflation. Le passage en juillet 2005 vers un régime de taux de change plus flexible (quoique toujours étroitement contrôlé) ne semble pas avoir eu une influence importante sur l'économie. En décembre, à l'issue de la première enquête économique complète à l'échelle nationale menée en Chine, le Bureau national de statistique (BNS) chinois a revu à la hausse le niveau du PIB qu'il avait avancé pour 2004 en l'augmentant de 2 300 milliards de yuans chinois, une hausse de 16,8 % par rapport au PIB nominal annoncé précédemment. Le BNS a également revu les chiffres de la croissance du PIB en Chine depuis 1993, les relevant en moyenne d'environ 0,5 point de pourcentage. Cette révision a principalement été provoquée par l'amélioration des mesures du secteur des services, qui s'est révélé de près de moitié plus important que les calculs précédents

ne laissaient entrevoir. Sur l'ensemble de 2005, le PIB de la Chine a augmenté de 9,9 %.

En Amérique latine, la situation économique a continué de s'améliorer considérablement mais à un rythme légèrement moins soutenu qu'en 2004. La région a bénéficié d'un environnement extérieur largement favorable et d'une hausse des prix des matières premières, qui l'ont rendue financièrement moins vulnérable. La croissance de la région, tirée par une forte progression des exportations, a aussi bénéficié d'un raffermissement de la demande de consommation, tandis que de nouvelles possibilités d'investissement ont été dégagées. L'Argentine a enregistré une croissance rapide du PIB en volume, alors que le rythme de la croissance économique a été modéré dans les deux principaux pays, le Brésil et le Mexique.

LES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ONT FORTEMENT AUGMENTÉ EN 2005

En 2005, les prix des produits pétroliers se sont envolés pour la deuxième année consécutive. Le cours du *Brent* a affiché un nouveau record en s'établissant à 67,5 dollars américains le baril au début du mois de septembre. Les prix du pétrole ont ensuite quelque peu reculé, pour atteindre 58 dollars américains à la fin de l'année. Sur l'ensemble de l'année, le prix du baril de *Brent* s'est en moyenne élevé à 55 dollars américains, soit 45 % de plus que la moyenne de 2004.

Alors que la croissance de la demande de pétrole s'est ralentie en 2005, le volant de capacités inutilisées tout au long de la chaîne d'approvisionnement a continué de s'effriter. Les prix des produits pétroliers sont demeurés particulièrement sensibles aux variations de l'offre et de la demande. La faible croissance de l'offre de produits pétroliers hors OPEP a contribué au resserrement des caractéristiques fondamentales du marché du pétrole. L'augmentation de la production de la Communauté des États indépendants (la source principale d'approvisionnement hors OPEP au cours des dernières années) s'est ralentie, tandis que la production de pétrole en mer du Nord

a régressé en 2005. Les conditions météorologiques extrêmes (par exemple, les ouragans) ont en outre sévèrement perturbé la production américaine dans le Golfe du Mexique. Par voie de conséquence, la demande de pétrole adressée à l'OPEP, désignée comme « le recours à l'OPEP » a augmenté. L'intensification de la production de l'OPEP s'est cependant révélée incapable de permettre un relâchement des prix, étant donné que l'érosion de l'excédent de capacités de production de l'OPEP a alimenté les inquiétudes parmi les intervenants quant au manque de mesures permettant de faire face à l'éventualité de perturbations de l'offre à l'avenir.

La demande croissante de produits pétroliers raffinés a réduit l'excédent de capacités de raffinage, tandis que les goulets d'étranglement se sont également renforcés en raison du manque de capacités pour traiter des pétroles bruts lourds et riches en soufre. Les écarts de qualité entre le baril de pétrole brut produit et demandé ont également entraîné à la hausse les prix des pétroles bruts légers non sulfurés tels que le *Brent*. Enfin, des inquiétudes géopolitiques quant à la sécurité de l'offre de pétrole à l'avenir ont généré des tensions

supplémentaires sur les prix des produits pétroliers, car des menaces ont (re)fait surface dans plusieurs pays producteurs de pétrole.

Les prix des matières premières autres que l'énergie, mesurés par l'indice du HWWA, ont évolué à la hausse depuis 2003 et ont atteint un pic en 2005. Dans l'ensemble, les prix des matières premières hors énergie ont quelque peu baissé en avril et en mai, avant de se stabiliser de manière générale au cours des six mois suivants. Ils sont repartis à la hausse à partir de novembre 2005. Exprimés en dollars américains, les prix des matières premières hors énergie ont en moyenne progressé de 9,5 % en 2005. Les prix de l'or ont quant à eux atteint leur niveau le plus élevé depuis 1981 en s'établissant à 538 dollars américains l'once en décembre 2005.

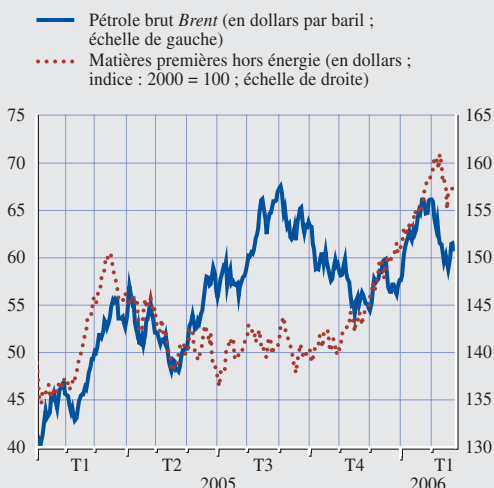
2.2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

LA DYNAMIQUE DE M3 A CONTINUÉ DE SE RAFFERMIR DANS UN CONTEXTE DE TAUX D'INTÉRÊT BAS

En 2005, la croissance de la masse monétaire s'est nettement renforcée, tirée par l'effet stimulant exercé par le bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro. Dans le même temps, l'effet opposé d'atténuation de la croissance de M3, exercé par le retour à la normale des choix de portefeuille des résidents de la zone euro – après leur nette préférence pour la liquidité entre 2001 et la mi-2003, s'est ralenti, en particulier au premier semestre de l'année sous revue. Dans l'ensemble, le raffermissement de la croissance de la masse monétaire observé en 2005 a conforté les conditions de liquidité déjà abondante dans la zone euro.

Après s'être accélérée au second semestre de 2004, la croissance de M3 est demeurée forte durant les premiers mois de 2005. À partir d'avril 2005, le renforcement de la croissance de la masse monétaire a véritablement redémarré, et le taux de croissance annuel de M3 est passé à 8 % au troisième trimestre de

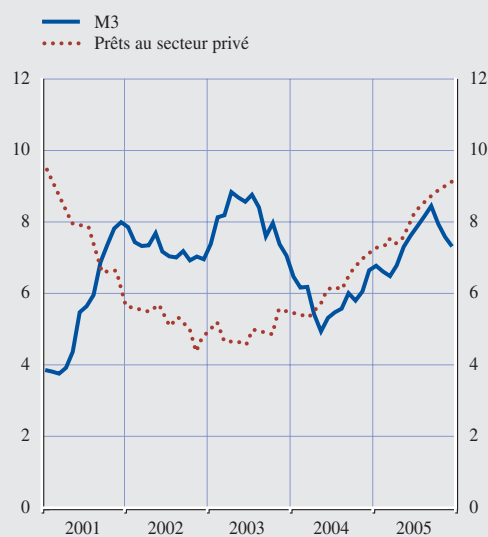
Graphique 3 Principales évolutions sur les marchés des matières premières



Sources : Bloomberg et HWWA

Graphique 4 M3 et prêts au secteur privé

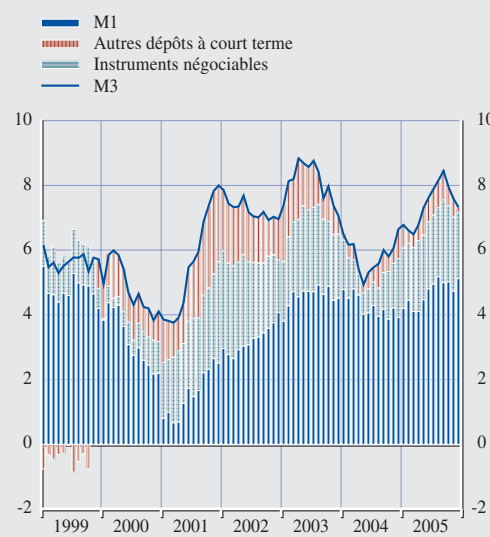
(variations annuelles en pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

Graphique 5 Contributions à la croissance annuelle de M3

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



Source : BCE

2005. La dynamique monétaire à court terme a été particulièrement vive au milieu de l'année, puisque le taux de croissance semestriel annualisé de M3 a atteint, en septembre 2005, son niveau le plus élevé jamais observé depuis le début de la phase III de l'UEM. Au dernier trimestre de 2005, la croissance de la masse monétaire a présenté certains signes de modération, même si M3 a continué de progresser au rythme soutenu de 7,8 % sur un an.

En ce qui concerne les composantes de M3, les actifs les plus liquides inclus dans l'agrégat étroit M1 ont fourni la contribution la plus importante à la croissance globale de M3. En ce qui concerne les contreparties, l'expansion de la masse monétaire a largement été entretenue par les concours des IFM au secteur privé. Ces deux évolutions suggèrent que le faible niveau des taux d'intérêt observé dans la zone euro, qui entraîne des coûts d'opportunité de détention d'encaisses liquides peu élevés et des coûts de financement réduits, a été un facteur déterminant à l'origine de la dynamique monétaire en 2005.

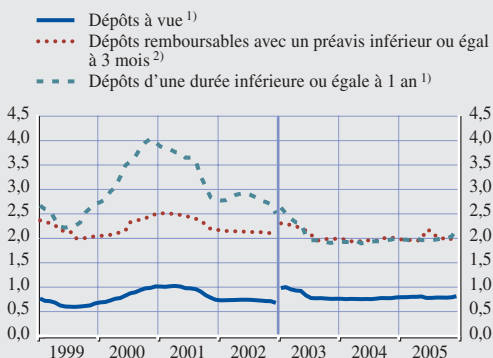
Ces évolutions impliquent également que le substantiel raffermissement de la croissance de M3 à partir de la mi-2004 a été d'une nature différente de celui observé entre 2001 et le début de 2003. Durant cette période-là, caractérisée par une incertitude économique et financière accrue, la hausse de la croissance annuelle de M3 s'était accompagnée d'un constant repli du taux de croissance annuel des prêts au secteur privé (cf. graphique 4). À l'inverse, le renforcement de la dynamique monétaire observé depuis la mi-2004 a été associé à une hausse de la croissance des prêts au secteur privé. Il est donc plus susceptible de refléter des facteurs fondamentaux, en particulier le faible niveau des taux d'intérêt, plutôt que l'incidence d'arbitrages de portefeuille induits par la volatilité des marchés financiers, tels ceux observés entre 2001 et la mi-2003 (pour une analyse des principaux facteurs à l'origine de la croissance de M3 depuis la mi-2004, cf. l'encadré 1 intitulé *Le changement de la nature de la forte dynamique monétaire au cours des dernières années*).

Le retour à la normale des choix de portefeuille des résidents de la zone euro, après leur regain de préférence pour la liquidité entre 2001 et la mi-2003 s'est poursuivi tout au long de 2005, mais à un rythme très lent. Les portefeuilles ont été réaménagés au profit d'actifs à plus long terme et au détriment de la monnaie, ce qui a exercé un certain effet d'atténuation sur la croissance de M3, quoique beaucoup plus modeste que ne l'auraient donné à penser les habitudes du passé. En particulier, le secteur détenteur de monnaie de la zone euro a continué de manifester de la réticence à investir dans des actifs étrangers, alors que les étrangers ont été enclins à investir dans des actifs de la zone euro. Toutefois, vers la fin de l'année, de timides signes d'une éventuelle reprise du dénouement des arbitrages de portefeuille antérieurs au profit de la monnaie sont apparus, comme le reflète le comportement des créances nettes des IFM sur les non-résidents. Dans la mesure où ce retournement freine la croissance de la masse monétaire, il signifierait que la série officielle relative à la croissance de M3 tend à sous-estimer le taux sous-jacent de l'expansion de la masse monétaire.

Comme cela avait été le cas en 2003 et en 2004, les composantes les plus liquides incluses dans M1 ont fourni la principale contribution à la croissance annuelle de M3 en 2005 (cf. graphique 5). La vive et constante contribution globale de M1 a masqué certaines différences au niveau de l'évolution des composantes sous-jacentes. D'une part, le taux de croissance annuel de l'encours des billets et pièces en circulation s'est ralenti au cours de 2005, pour s'établir à 13,7 % en décembre 2005, contre 18,5 % en janvier. Cette évolution est conforme aux anticipations d'un processus prolongé d'ajustement des avoirs en billets et pièces à la suite du passage à l'euro fiduciaire en janvier 2002. D'autre part, un raffermissement du taux de croissance annuel des dépôts à vue, soutenu par les coûts d'opportunité extrêmement faibles liés à la détention de ces instruments lorsque les taux d'intérêt sont particulièrement bas, a été observé en 2005. Le taux d'intérêt moyen des dépôts à vue des ménages et des sociétés non

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

(en pourcentage annuel)



Source : BCE

Notes : Données relatives aux taux d'intérêt des banques de dépôts jusqu'en décembre 2002 et aux taux d'intérêt appliqués par les IFM aux contrats nouveaux à l'exception des découverts bancaires à compter de janvier 2003 (pondérées à partir de décembre 2003). Pour de plus amples informations concernant les statistiques relatives aux taux d'intérêt des IFM et les méthodes de pondération, cf. l'encadré 2 du *Bulletin mensuel* de la BCE de décembre 2003 et l'encadré 3 de celui d'août 2004, respectivement

1) Avant 2003, taux d'intérêt appliqué aux dépôts des sociétés. À compter de janvier 2003, taux appliqué aux dépôts des ménages et des sociétés non financières

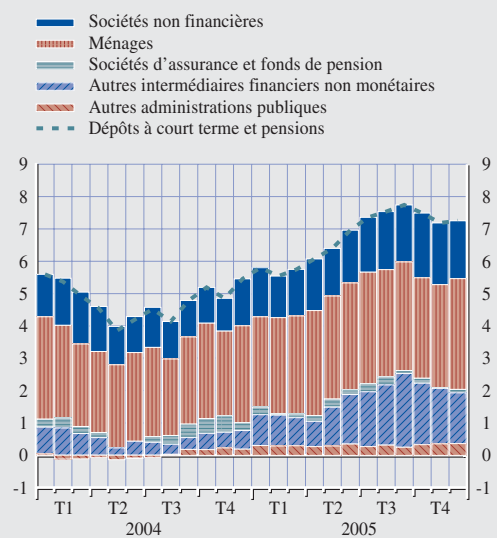
2) Avant 2003, taux d'intérêt appliqué aux dépôts des sociétés. À compter de janvier 2003, taux appliqué aux dépôts des ménages

financières est demeuré globalement inchangé par rapport au niveau enregistré à la fin de 2003, s'établissant à 0,81 % à la fin de 2005 (cf. graphique 6). Dans le même temps, les innovations financières, comme les comptes de dépôt très liquides et fortement rémunérés sur Internet, qui sont en partie enregistrés comme des dépôts à vue, pourraient également avoir joué un rôle.

Même si M1 a apporté la plus importante contribution globale à la croissance de M3 en 2005, le renforcement de la croissance annuelle de M3 en 2005 est dans une large mesure imputable aux évolutions des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (cf. graphique 5). Leur contribution moyenne à la croissance annuelle de M3 s'est établie aux alentours de 2,1 points de pourcentage en 2005, soit près du double de celle de 2004. Cette importante contribution a reflété une hausse soutenue du taux de croissance annuel des

Graphique 7 Contributions au taux de croissance annuel des dépôts à court terme et des pensions

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



Source : BCE
 Note : Le secteur déclarant comprend les IFM hors Eurosystème et administration centrale.

dépôts à court terme (c'est-à-dire les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans), alors que celle des dépôts d'épargne à court terme (c'est-à-dire les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) a progressivement reculé en cours d'année. Globalement, la vigueur relative de la demande de dépôts à court terme autres que les dépôts à vue est susceptible de traduire le bas niveau des coûts d'opportunité liés à la détention de ces actifs relativement peu rémunérés mais également relativement liquides, dans un environnement de bas taux d'intérêt.

En ce qui concerne les instruments négociables, leur contribution moyenne au taux de croissance annuel de M3 ne s'est que légèrement accrue en 2005, passant de 0,5 point de pourcentage l'année précédente à 0,6 point de pourcentage. Cette progression a recouvert des évolutions divergentes des composantes. D'une part, le taux de croissance annuel des titres d'OPCVM monétaires est demeuré à un niveau relativement modeste. Dans la mesure où ces

actifs sont souvent détenus par des ménages et des entreprises à des fins d'épargne sûre en période d'incertitude économique et financière, leur croissance modérée a correspondu à un lent retour à la normale des choix de portefeuille des résidents de la zone euro en 2005. D'autre part, la demande de titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans a sensiblement progressé, reflétant peut-être l'émergence de nouveaux produits structurés qui associent ces titres à des instruments dérivés impliquant une certaine exposition aux évolutions des marchés boursiers tout en protégeant les investisseurs d'importantes moins-values. Le taux de croissance annuel moyen des pensions s'est lui aussi fortement accru en 2005 par rapport à l'année précédente, même si la croissance affichée par ces instruments peut être extrêmement volatile.

Une ventilation sectorielle des dépôts à court terme et des pensions (c'est-à-dire le plus grand niveau d'agrégation des composantes de M3 pour laquelle une ventilation sectorielle fiable est disponible) suggère que le raffermissement de la croissance de la masse monétaire observé au cours de 2005 est dans une large mesure attribuable aux avoirs en dépôt des intermédiaires financiers autres que les IFM (cf. graphique 7). En particulier, les intermédiaires financiers non monétaires à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension (« les autres intermédiaires financiers » ou AIF) sont dans une large mesure à l'origine de la dynamique haussière de M3 observée durant la majeure partie de 2005, même s'ils ne représentent qu'une faible partie de la totalité des avoirs monétaires. L'importance accrue que les AIF ont acquise ces dernières années en tant que secteur détenteur de monnaie pourrait largement refléter la déréglementation et la libéralisation financières ainsi que le développement de marchés de titres de créance plus profonds et plus liquides, qui y est lié.

Dans le même temps, la contribution des dépôts détenus par les sociétés non financières à la croissance des dépôts à court terme et des pensions s'est également quelque peu accrue par

rapport à 2004. Dans le cas des sociétés non financières, ces actifs sont majoritairement constitués de dépôts parmi les plus liquides, ce qui suggère qu'ils sont généralement détenus à des fins de transactions, dans le cadre de financements à court terme et de besoins en fonds de roulement. De plus, la plus vive croissance des dépôts des entreprises pourrait elle aussi être le reflet de motifs de précaution, dans la mesure où les sociétés non financières pourraient détenir des dépôts liquides pour éviter les coûts d'opportunité liés aux

possibilités d'investissement abandonnées et/ou les coûts liés à l'obtention d'un financement externe, dans l'éventualité où des besoins de liquidités imprévus surviendraient.

Enfin, les données relatives à la ventilation sectorielle des dépôts à court terme et des pensions indiquent que les ménages ont continué de fournir la principale contribution à la forte croissance de ces instruments tout au long de 2005.

Encadré I

LE CHANGEMENT DE LA NATURE DE LA FORTE DYNAMIQUE MONÉTAIRE AU COURS DES DERNIÈRES ANNÉES

Les évolutions monétaires de ces dernières années ont été caractérisées par deux périodes de renforcement notable du taux de croissance annuel de M3. La première période a débuté au cours de 2001 par le doublement de la croissance de M3, qui est passée d'environ 4 % aux alentours de 8 % et s'est terminée par une nouvelle progression, jusqu'à presque 9 %, au premier semestre de 2003. La seconde période a commencé à la mi-2004, moment à partir duquel les taux de croissance annuels de M3 sont passés d'environ 5 % à une pic de 8 % au troisième trimestre 2005. Cet encadré utilise les informations contenues dans les composantes et les contreparties de M3 ainsi que la ventilation sectorielle des dépôts afin d'illustrer le changement de la nature du renforcement de la croissance monétaire durant les deux périodes.

L'intensification des incertitudes géopolitiques, économiques et surtout financières qui a prévalu entre 2001 et la première moitié de 2003, sous l'effet d'une série de chocs importants affectant l'économie mondiale a constitué le principal moteur de l'accélération de la croissance de M3 pendant cette période¹. Ces chocs comprenaient un recul sensible des cours boursiers, les attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis, une série de scandales financiers des deux côtés de l'Atlantique à la suite de la correction boursière, la guerre en Afghanistan à la fin de l'année 2001 et l'invasion de l'Irak au début de 2003. À la recherche de « valeurs refuges » pour son épargne face à ces chocs, le secteur détenteur de monnaie (principalement les ménages et les sociétés non financières) a réaménagé ses portefeuilles en faveur d'actifs monétaires liquides et sûrs et au détriment d'actifs risqués à plus long terme, ce qui a renforcé la croissance de la masse monétaire. Depuis la mi-2004, en revanche, la forte croissance monétaire semble présenter un caractère plus fondamental, poussée par le bas niveau des taux d'intérêt et donc les faibles coûts d'opportunité de la détention de monnaie.

Si on regarde plus en détail les composantes de M3, on constate que les réaménagements de portefeuille au détriment des actifs risqués et en faveur de la monnaie ont largement favorisé les achats de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans et de titres d'OPCVM monétaires, qui sont détenus par les ménages et les entreprises en vue de réserver des liquidités

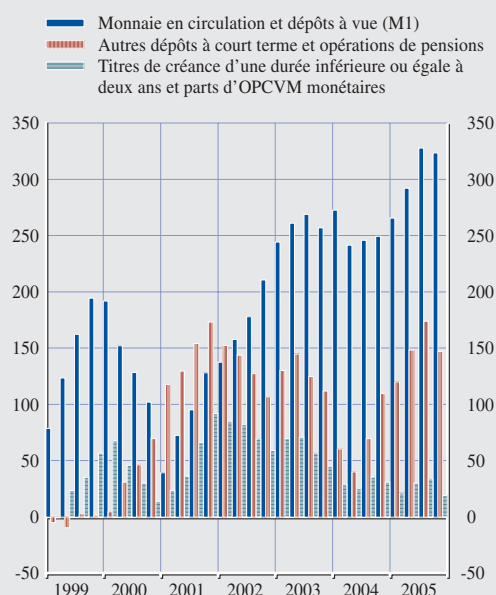
1 Cf. l'article intitulé *Demande de monnaie et incertitude* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 2005

en période de grande incertitude. Par conséquent, les évolutions de ces deux composantes ont exercé une influence notable sur la dynamique monétaire globale, tandis que la contribution des composantes les plus liquides a joué un rôle secondaire. En revanche, la progression rapide de M3 depuis la mi-2004 a été tirée par les composantes les plus liquides incluses dans l'agrégat étroit M1. En même temps, les flux annuels vers les titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans et de titres d'OPCVM monétaires sont restés modestes (cf. graphique A).

Si l'on examine les contreparties de M3, la différence de nature de la forte croissance monétaire observée durant les deux périodes apparaît au travers des évolutions des prêts au secteur privé (cf. graphique 4 dans le texte principal). Entre 2001 et la mi-2003, le renforcement de la croissance de M3 s'est accompagné d'un recul persistant du taux de croissance annuel des prêts au secteur privé. En d'autres termes, durant la période prolongée de grande incertitude économique et financière, les taux de croissance de M3 et des emprunts du secteur privé ont évolué en sens opposé. En revanche, la période qui a débuté à la mi-2004 a été caractérisée par un renforcement tant de la croissance de la masse monétaire que de la progression des prêts au secteur privé, ce qui reflète les coûts d'opportunité peu élevés

Graphique A Composantes de M3

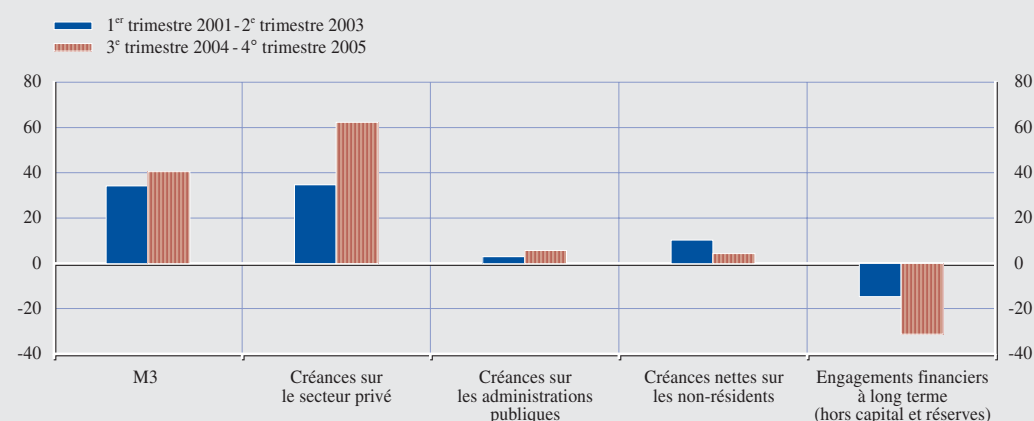
(flux annuels ; montants en milliards d'euros; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

Graphique B Variations de M3 et de ses contreparties

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



Source : BCE

Note : M3 est présenté à titre indicatif. Les engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) sont présentés avec un signe inversé étant donné que ce sont des engagements du secteur des IFM.

de la détention d'actifs monétaires ainsi que les conditions de financement favorables découlant du faible niveau des taux d'intérêt.

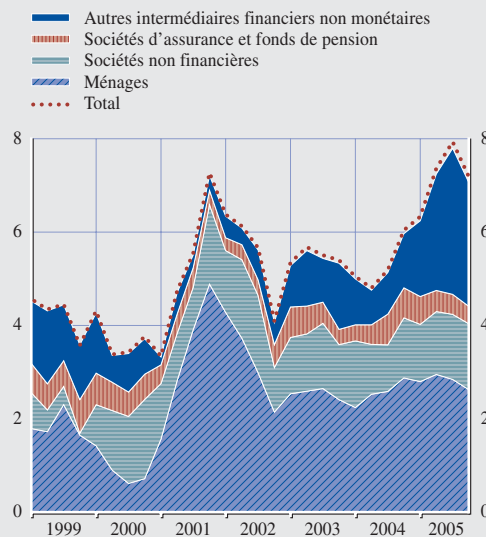
Le graphique B illustre le rôle déterminant qu'ont joué les entrées massives de capitaux dans la zone euro dans le renforcement de la dynamique monétaire durant la période allant de 2001 jusqu'à la mi-2003 (exprimé par les variations des avoirs extérieurs nets durant cette période). Dans un contexte de grande incertitude au niveau géopolitique et sur les marchés financiers, les résidents de la zone ont rapatrié des fonds investis auparavant dans des actions étrangères, à la recherche de valeurs refuges pour se prémunir des chocs affectant l'économie mondiale. Par contre, durant la période qui a débuté à la mi-2004, la variation des avoirs extérieurs nets a joué un rôle beaucoup plus réduit, quoique toujours positif, dans le renforcement de la dynamique monétaire. Si cette évolution suggère que le secteur détenteur de monnaie de la zone euro est resté réticent à investir dans des actifs étrangers (du moins comparativement à la demande des non-résidents de la zone euro pour des actifs de la zone euro), l'incidence de ce phénomène sur la croissance de M3 est restée modeste comparée à l'élan insufflé par l'accroissement des crédits.

En ce qui concerne l'évolution globale des contreparties de M3, la première période (entre 2001 et la mi-2003) se caractérise par un arbitrage au détriment des actifs risqués à plus long terme et au profit d'actifs monétaires à plus court terme, comme l'illustrent les flux modestes d'engagements financiers à long terme des IFM. Depuis la mi-2004, dans le contexte d'une croissance du bilan consolidé global du secteur des IFM, des flux substantiels d'engagements financiers à long terme des IFM ont été observés parallèlement à une dynamique monétaire vigoureuse.

Si l'on considère enfin la ventilation sectorielle des dépôts pour toutes les échéances (l'agrégat pour lequel une ventilation par secteur est disponible depuis 1999, qui comprend les dépôts à long terme hors M3), on peut observer que, durant la première période, le renforcement de la demande de dépôts (y compris les opérations de pension) a trouvé son origine principalement dans le secteur des ménages (cf. graphique C). Cela reflète l'aversion accrue au risque des ménages et leur préférence pour la liquidité après l'éclatement de la bulle boursière et l'émergence des incertitudes géopolitiques. Dans la seconde période, le renforcement de la croissance des dépôts pour toutes les échéances se caractérise par une contribution plus élevée du secteur des « autres intermédiaires financiers non monétaires », l'incidence des dépôts des ménages demeurant modeste. Néanmoins, les données relatives aux dépôts à court terme et aux opérations de pension (c'est-à-dire les

Graphique C Décomposition sectorielle des dépôts du secteur privé

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



Source : BCE

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

composantes de M3 pour lesquelles une ventilation par secteur est disponible mais dont les données ne sont collectées que depuis 2003) indiquent que la contribution des ménages durant cette période est plus élevée pour les dépôts inclus dans M3 que pour l'ensemble des dépôts.

En résumé, l'analyse de la ventilation sectorielle des dépôts, ainsi que des composantes et contreparties de M3, confirme que les deux périodes récentes de forte croissance de M3, la première allant de 2001 à la première moitié de 2003 et la seconde commençant à la mi-2004, sont de nature différente. En particulier, la vigueur de la croissance des composantes les plus liquides et le dynamisme de la demande de crédit suggèrent que, au cours de la seconde période, le faible niveau des taux d'intérêt a été un facteur essentiel de la croissance de la masse monétaire. Quant à l'incidence sur la stabilité des prix, la première accélération de la croissance de M3, dans un contexte d'incertitude financière et géopolitique très marquée ayant conduit à une préférence accrue pour la liquidité, apparaît refléter des choix de portefeuille et peut être considérée comme de peu de conséquence en ce qui concerne les perspectives d'évolution des prix. En revanche, la nature différente des fortes évolutions monétaires enregistrées depuis la mi-2004 implique un risque accru de pressions inflationnistes à moyen et long termes.

LA CROISSANCE DES CRÉANCES DES IFM SUR LE SECTEUR PRIVÉ A POURSUIVI SON ACCÉLÉRATION

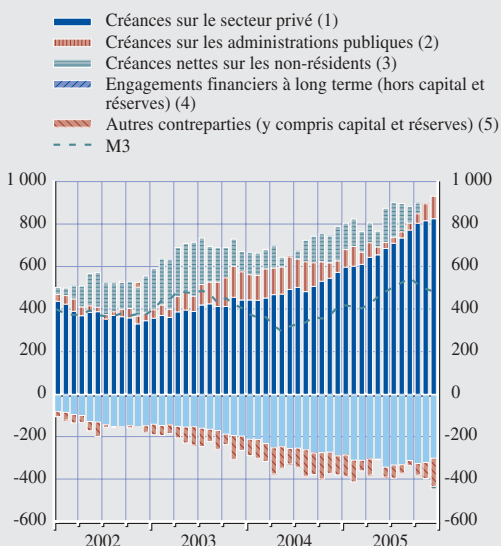
En ce qui concerne les contreparties, la dynamique monétaire a résulté d'un renforcement constant des créances des IFM sur le secteur privé (cf. graphique 8). Cela a traduit une forte hausse du taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé, dans un contexte de faibles taux d'intérêt, d'amélioration des conditions d'offre de crédit (comme l'indique l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro) et de fortes hausses des prix des actifs, en particulier sur les marchés de l'immobilier. À la fin de 2005, le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé était passé à 9,1 %, contre 7,1 % en décembre 2004. Le dynamisme des prêts des IFM au secteur privé observé en 2005 a été généralisé au sein des principaux secteurs détenteurs de monnaie. Même si la plus importante contribution à la croissance des prêts au secteur privé est venue du secteur des ménages, reflétant principalement des prêts au logement, le raffermissement prolongé de la croissance des prêts a également dans une large mesure résulté des évolutions des prêts aux sociétés non financières comme aux autres intermédiaires financiers.

Parmi les autres contreparties de M3, la dynamique des engagements financiers à long terme des IFM (hors capital et réserves), après s'être substantiellement renforcée l'année précédente, est demeurée robuste en 2005. Cette vigueur a démontré l'attrait persistant du secteur détenteur de monnaie de la zone euro pour les placements en actifs à long terme libellés en euros. Toutefois, les engagements financiers à long terme des IFM ne s'étant pas accélérés par rapport à 2004, ces évolutions ont également suggéré un certain ralentissement du retour à la normale des choix de portefeuille des résidents de la zone euro, qui s'est caractérisé par un transfert des actifs monétaires liquides vers des instruments à plus longue échéance.

Durant la majeure partie de 2005, l'évolution des créances nettes des IFM sur les non-résidents s'est toujours caractérisée par des flux annuels positifs, qui ont exercé des pressions à la hausse sur la dynamique de M3 (cf. graphique 8). Les données de la balance des paiements suggèrent que ce phénomène a reflété la plus grande propension des non-résidents de la zone euro à investir en actions et obligations de la zone euro que celle des résidents de la zone euro à investir à l'étranger. Au premier semestre de l'année sous revue, ceci pourrait avoir été en relation

Graphique 8 Contreparties de M3

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



Source : BCE

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

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

avec les évolutions du cours de change de l'euro¹.

Le second semestre de l'année sous revue s'est caractérisé par une succession de sorties mensuelles nettes de capitaux de la zone euro, peut-être dues au nouvel élargissement de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro sur la partie à court terme de la courbe des rendements. Des dénouements d'arbitrages de portefeuille antérieurs, qui s'étaient opérés en faveur des actifs monétaires, pourraient y être associés, ces fonds étant réinvestis dans des titres étrangers plus risqués à la suite d'une moindre réticence apparente des investisseurs de la zone euro à investir à l'étranger. Ces évolutions ont progressivement réduit le flux annuel des créances nettes des IFM de la zone euro sur les non-résidents, ce qui a finalement rendu cette contrepartie négative en novembre 2005, pour la première fois depuis décembre 2001. Vers la fin de

l'année, l'effet d'atténuation de la croissance de M3 résultant des évolutions des créances nettes sur les non-résidents et des engagements financiers à long terme avait largement contrebalancé le renforcement de la croissance du crédit.

LA LIQUIDITÉ EST DEMEURÉE ABONDANTE

Le raffermissement de la dynamique de M3 observé en 2005 a accentué l'abondance de liquidité accumulée dans la zone euro. Les estimations disponibles de la situation de liquidité, telle qu'elle se dégage de l'écart monétaire nominal et de l'écart monétaire réel, qui tentent de mesurer la liquidité qui est disponible au-delà du montant nécessaire au financement d'une croissance non inflationniste, ont continué de s'accroître en 2005 (cf. graphique 9). L'écart monétaire (*money gap*) nominal est défini comme étant la différence entre le niveau effectif de M3 et celui qui aurait résulté d'une croissance constante de cet agrégat conforme à sa valeur de référence de 4,5 % depuis décembre 1998, tandis que l'écart monétaire réel corrige l'écart monétaire nominal de l'excès de liquidité qui a été absorbé par les évolutions de prix antérieures (c'est-à-dire la déviation cumulée des taux d'inflation par rapport à la définition de la stabilité des prix de la BCE). Vers la fin de l'année, ces deux mesures ont montré certains signes de stabilisation, mais à des niveaux toujours élevés.

La BCE a également régulièrement publié des écarts monétaires construits sur la base d'une série de M3 ajustée, qui tente d'éliminer l'incidence estimée des réaménagements de portefeuille au profit d'actifs monétaires suscités par l'incertitude économique et financière accrue entre 2001 et 2003². Ces mesures ajustées ont affiché le même mouve-

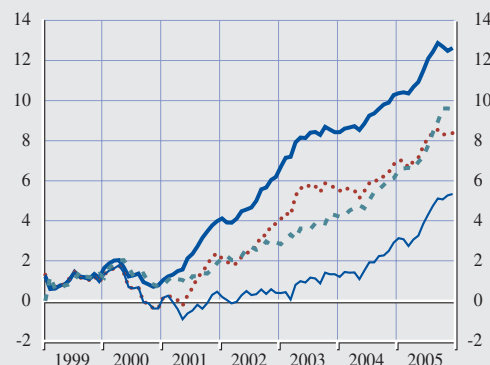
1 Pour de plus amples détails à propos des liens entre les évolutions du cours de change et des créances nettes des IFM sur les non-résidents, cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes des avoirs extérieurs nets des IFM* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juillet 2005

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

Graphique 9 Estimations du *money gap*¹⁾

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

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



Source : BCE

1) Le *money gap* nominal est défini comme étant la différence entre le niveau effectif de M3 et celui qui aurait résulté d'une croissance de cet agrégat constamment équivalente à sa valeur de référence de 4,5 % depuis décembre 1998. Le *money gap* réel correspond à la différence entre le niveau effectif de M3 déflaté de l'IPCH et celui, exprimé en termes réels, qui aurait résulté d'une croissance nominale de cet agrégat constamment équivalente à sa valeur de référence de 4,5 % et d'une hausse de l'IPCH correspondant à la définition de la stabilité des prix de la BCE, en retenant décembre 1998 comme période de base.

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

ment haussier en 2005, mais elles sont demeurées substantiellement en deçà des écarts monétaires correspondants construits sur la base de l'agrégat monétaire large officiel.

Lors de l'évaluation de ces mesures de la liquidité, il convient toutefois de ne pas perdre de vue qu'il s'agit d'estimations imparfaites de la situation de liquidité. Étant donné que le choix de la période de base est dans une certaine mesure arbitraire, les niveaux de ces mesures sont entourés d'un degré considérable d'incertitude et doivent par conséquent être interprétés avec prudence. De plus, il ne peut être entièrement exclu que les conditions de

liquidité actuelles reflètent, dans une certaine mesure, un changement permanent du comportement des agents économiques en matière de demande de monnaie, c'est-à-dire une préférence structurellement accrue pour la liquidité et, par conséquent, une augmentation du niveau souhaité d'avoirs monétaires. Enfin, l'estimation de M3 corrigée des réaménagements de portefeuille est entourée d'un degré considérable d'incertitude qui tient à l'estimation des corrections apportées à l'agrégat lui-même.

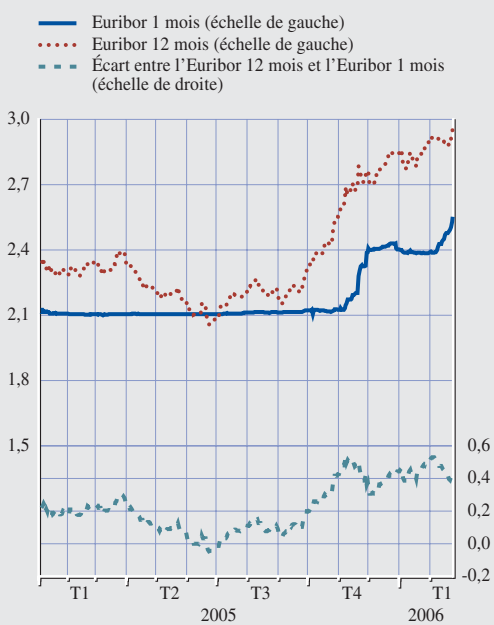
Ces incertitudes considérables se reflètent très bien dans le large éventail d'estimations affichées par les quatre mesures de la liquidité présentées ici. Toutefois, en dépit de ces incertitudes, l'image d'ensemble que ces mesures dépeignent est que les conditions de liquidité dans la zone euro sont restées abondantes dans le courant de 2005. Dans une perspective de moyen et long termes, cette situation présente des risques pour la stabilité des prix. De surcroît, une forte croissance de la masse monétaire et du crédit dans un contexte de liquidité déjà abondante nécessite de surveiller étroitement l'évolution des prix des actifs, en particulier sur les marchés immobiliers, étant donné le risque de surévaluation.

APRÈS ÊTRE DEMEURÉS STABLES, LES TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE SE SONT TENDUS VERS LA FIN DE L'ANNÉE

Durant la majeure partie de 2005, le Conseil des gouverneurs a décidé de ne pas modifier les taux directeurs. Le 1^{er} décembre 2005, les taux directeurs de la BCE ont été relevés de 25 points de base, mais ils sont demeurés à des niveaux historiquement bas. Sur la partie à court terme de la courbe des rendements (comme le taux Euribor 1 mois présenté au graphique 10), les taux d'intérêt du marché monétaire ont largement reflété cette évolution des taux directeurs de la BCE. Les taux d'intérêt du marché monétaire sont demeurés globalement stables, s'établissant à des niveaux légèrement supérieurs à 2 % jusqu'en novembre, lorsqu'ils ont augmenté dans un contexte d'anticipations d'une hausse des taux directeurs de la BCE.

Graphique 10 Taux d'intérêt à court terme dans la zone euro et courbe des rendements du marché monétaire

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



Source : Reuter

Les taux d'intérêt du marché monétaire sur les échéances plus longues sont demeurés globalement stables au premier trimestre de 2005, à des niveaux quelque peu supérieurs aux taux des échéances plus courtes. Au deuxième trimestre de 2005, le taux Euribor 12 mois a commencé à se replier, si bien qu'à la fin de juin il était revenu au même niveau que les taux sur les échéances les plus courtes du marché monétaire – et il est même brièvement tombé en deçà. Ce mouvement baissier s'est inversé vers la fin de juillet 2005 et, à partir du début du quatrième trimestre, la tendance haussière des taux sur les échéances plus longues s'est accélérée, une évolution qui a persisté au début de 2006.

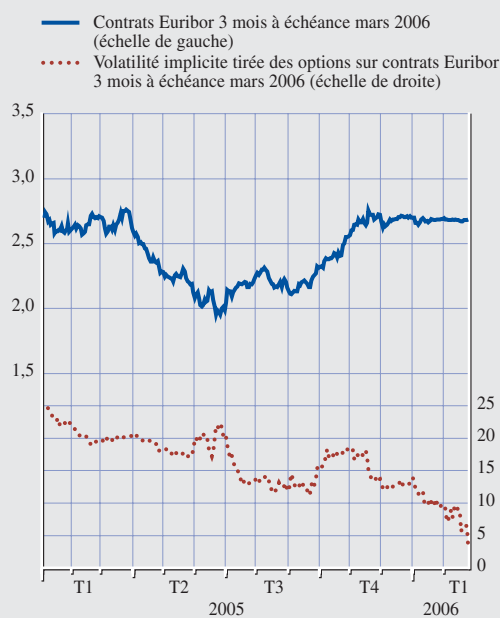
Ces évolutions se sont reflétées dans la pente de la courbe des rendements du marché monétaire. Vers la fin de mai 2005, certaines anticipations d'un abaissement des taux directeurs de la BCE ont entraîné un mouvement de baisse des taux, en particulier sur la partie à plus long terme de

la courbe des taux du marché monétaire. La pente de la courbe des rendements du marché monétaire – mesurée par les écarts entre les taux Euribor 1 mois et 12 mois — est devenue négative en juin et a atteint un creux de – 5 points de base le 23 juin 2005. Les anticipations d'une nouvelle réduction des taux directeurs de la BCE se sont toutefois rapidement estompées à mesure que les perspectives de croissance économique dans la zone euro s'amélioraient. Cela s'est traduit par un redressement de la courbe des rendements du marché monétaire, qui s'est poursuivie jusqu'à la mi-novembre, lorsque les taux à court terme ont réagi au renforcement des anticipations d'un relèvement des taux directeurs et que la courbe des rendements s'est quelque peu aplatie. Au début de 2006, les taux à court terme du marché monétaire se sont globalement stabilisés, alors que les taux à long terme ont continué d'augmenter. Dès lors, la pente de la courbe des rendements s'est accentuée en janvier 2006, pour atteindre des niveaux comparables à ceux observés à la mi-novembre. En février toutefois, ce mouvement s'est retourné, les taux à court terme repartant à la hausse, alors que les taux à long terme restaient globalement stables, les taux Euribor à 1 et 12 mois s'établissant respectivement à 2,55 et 2,96 % le 24 février 2006. En conséquence, la pente de la courbe des rendements a de nouveau reculé de 10 points de base en février.

La volatilité implicite tirée des options sur les contrats à terme Euribor 3 mois a substantiellement reculé entre janvier et mai 2005, ce qui indique que les opérateurs de marché avaient très peu d'incertitudes quant à l'évolution attendue des taux d'intérêt à court terme. Toutefois, la volatilité s'est accrue en deux occasions: en juin 2005 et, de manière plus marquée, au quatrième trimestre de 2005. Dans les deux cas, l'accroissement de la volatilité est allé de pair avec l'émergence d'anticipations, par les opérateurs de marché, d'une modification des taux directeurs de la BCE. Vers la fin de l'année et, en particulier, après la décision du Conseil des gouverneurs de relever les taux d'intérêt le 1^{er} décembre, la volatilité a

Graphique 11 Taux d'intérêt des contrats Euribor 3 mois et volatilité implicite tirée des options sur contrats Euribor 3 mois

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



Sources : Reuter et Bloomberg

d'abord reflué, avant de se stabiliser. Au début de 2006, la volatilité a à nouveau reculé, revenant à des niveaux très faibles par rapport à ceux observés en 2005 (cf. graphique 11).

LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES À LONG TERME ONT AFFICHÉ DES NIVEAUX HISTORIQUEMENT BAS EN 2005

En 2005, les rendements obligataires à long terme dans la zone euro ont affiché les niveaux les plus bas jamais enregistrés depuis un siècle³. Après être tombés au niveau historiquement bas de 3,1 % en septembre 2005, les rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro ont augmenté, atteignant 3,4 % à la fin de l'année, soit toujours environ 35 points de base au-dessous des niveaux observés à la fin de 2004 (cf. graphique 12).

Dans l'ensemble, les faibles niveaux des rendements obligataires à long terme dans la zone euro en 2005 ont reflété le sentiment des opérateurs de marché que les pressions

inflationnistes étaient modérées et les rendements réels bas (cf. graphique 13). Les anticipations d'inflation à long terme – telles qu'indiquées par les points morts d'inflation – ont fluctué au sein d'une fourchette relativement étroite dans le courant de 2005 et sont donc demeurés bien ancrées à des niveaux relativement bas. Il apparaît que les rendements obligataires à long terme réels ont été affectés non seulement par les révisions à la baisse des anticipations de croissance à long terme, en particulier dans le contexte de la hausse des cours du pétrole (cf. encadré 2 intitulé *L'incidence de la hausse des cours du pétrole sur les rendements obligataires et sur les cours boursiers: comparaison historique entre la zone euro et les États-Unis*), mais aussi par la forte demande d'emprunts publics.

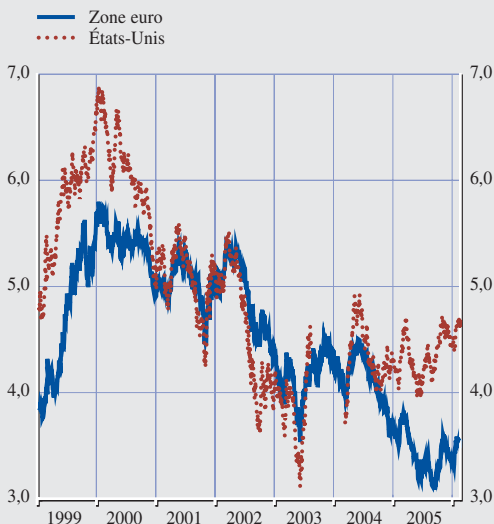
À la fin du premier trimestre, les rendements obligataires à long terme dans la zone euro ont enregistré leur niveau le plus élevé de 2005, à savoir 3,8 %, leur progression reflétant en particulier celle des rendements des emprunts publics à long terme aux États-Unis dans un contexte de tensions accrues sur les prix et de publication de données généralement favorables concernant les perspectives économiques dans ce pays.

De la fin du premier à la fin du troisième trimestre, les rendements obligataires à long terme dans la zone euro ont renoué avec leur tendance baissière, revenant à un niveau historiquement bas de 3,1 % à la fin du troisième trimestre de 2005. Ce repli des rendements obligataires à long terme a été le reflet d'un recul des rendements réels jusqu'à la fin du troisième trimestre, alors que les craintes inflationnistes restaient faibles, en dépit de la flambée des cours du pétrole (cf. graphique 13). La contraction des rendements réels a semblé n'être que partiellement imputable aux données

³ Cf. l'encadré intitulé *Analyse du niveau actuel des taux d'intérêt nominaux à court et long termes dans les principaux pays de la zone euro dans une perspective historique* du Bulletin mensuel de la BCE d'août 2005

Graphique 12 Rendements des emprunts publics à long terme¹⁾

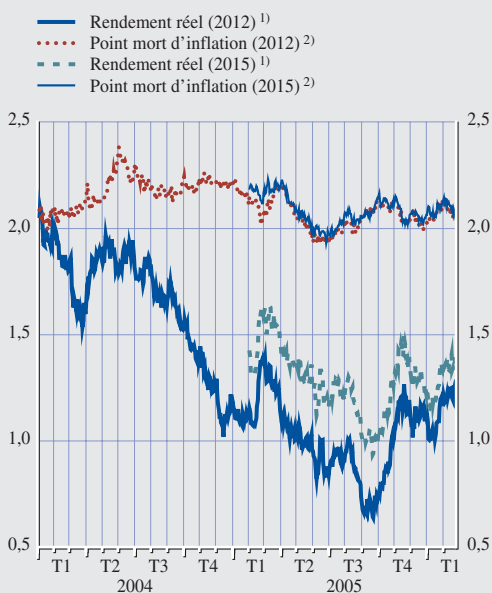
(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : Reuter, Bloomberg et Thomson Financial Datastream
1) Emprunts à 10 ans ou ceux dont l'échéance s'en approche le plus

Graphique 13 Rendements réels et points morts d'inflation de la zone euro

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : Reuter et calculs de la BCE

- 1) Les rendements réels sont calculés à partir des cours de marché de l'obligation émise par le Trésor français indexée sur l'IPCH de la zone euro (hors prix du tabac).
- 2) La méthode utilisée pour calculer le point mort d'inflation a été exposée dans l'encadré 2 du *Bulletin mensuel* de février 2002.

macroéconomiques fondamentales, c'est-à-dire aux perspectives de croissance à long terme, et dépendre davantage d'autres facteurs liés principalement à la demande inhabituellement élevée d'obligations à long terme⁴. Dans la zone euro, les fonds de pension en particulier ont gonflé leurs avoirs en obligations à long terme, motivés en partie par les changements réglementaires et par la nécessité accrue d'assortir leurs actifs à leurs engagements (à long terme). Dans une perspective à plus long terme, une autre évolution structurelle susceptible d'avoir contribué à la faiblesse du niveau des rendements obligataires est l'épargne croissante de la génération issue du baby boom et le vieillissement de la population en général. Un comportement spéculatif, tels que les *carry trades* de la courbe des rendements, c'est-à-dire le fait d'emprunter à des taux d'intérêt à court terme peu élevés et d'investir dans des instruments à plus long terme, pourrait avoir

amplifié la baisse des rendements obligataires à long terme.

Un faible niveau des rendements des emprunts publics à long terme a été observé sur l'ensemble des principaux marchés. Il pourrait suggérer que les rendements obligataires dans la zone euro se sont contractés non seulement en raison de facteurs intérieurs, mais également, et dans une plus large mesure, en raison d'un accroissement de la demande d'obligations de la zone euro dans un cadre mondial. À cet égard, un raffermissement de la demande d'obligations en provenance des pays exportateurs de pétrole et une demande toujours soutenue d'obligations par les banques centrales asiatiques et autres, associés à une diversification croissante des réserves de change,

4 Cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes des taux d'intérêt à long terme* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'avril 2005

pourraient avoir joué un rôle. En outre, on ne peut pas exclure que le faible niveau des rendements obligataires à long terme en 2005 ait été également lié à l'abondance de la liquidité dans le système financier mondial après une longue période de politique monétaire accommodante.

À la fin du troisième trimestre de 2005, le recul des rendements obligataires nominaux et réels dans la zone euro s'est interrompu. La hausse des rendements des obligations à long terme nominales et indexées observée au quatrième trimestre de 2005 suggère que les marchés anticipaient une certaine accélération prochaine du rythme de la croissance économique dans la zone euro. Elle a également traduit des révisions à la hausse de la part des opérateurs de marché en ce qui concerne l'évolution des taux d'intérêt à court et à moyen termes, comme le suggère le relèvement progressif sur les segments de mêmes échéances de la courbe des rendements implicites anticipés au quatrième trimestre de 2005.

À la suite de ces évolutions, les rendements nominaux des emprunts publics à dix ans dans la zone euro s'établissaient à 3,4 % à la fin de l'année, soit environ 35 points de base au-dessous du niveau observé à la fin de 2004. Aux États-Unis, par contre, les rendements des emprunts publics à dix ans se sont accrus d'environ 20 points de base au cours de la même période. Dès lors, l'écart entre les taux d'intérêt à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro s'est sensiblement creusé en 2005. Après avoir atteint 55 points de base à la fin de 2004, il a culminé à 120 points de base au début du quatrième trimestre de 2005. Ce découplage des taux d'intérêt à long terme a reflété les évaluations divergentes des opérateurs de marché quant aux perspectives macro-économiques et aux anticipations de taux d'intérêt à court terme dans ces deux économies. Les rendements des obligations à long terme se sont repliés dans la zone euro en 2005, alors qu'ils ont sensiblement augmenté aux États-Unis.

En 2005, en dépit de la hausse des cours du pétrole, les points morts d'inflation à long terme ont fluctué au sein d'une fourchette étroite, se situant entre 1,9 % et 2,2 % dans la zone euro, comme le montre le graphique 13. Le point mort d'inflation basé sur l'échéance 2012 s'établissait à 2,0 % en fin d'année, soit 20 points de base en deçà du niveau atteint à la fin de 2004.

En 2005, la volatilité implicite du marché obligataire – qui fournit une indication de l'opinion des opérateurs de marché quant aux fourchettes au sein desquelles les rendements obligataires devraient fluctuer à court terme – est demeurée aux bas niveaux observés durant le second semestre de 2004. Cela indique que, en 2005, les opérateurs de marché s'attendaient à des fluctuations assez limitées à court terme des rendements sur le marché obligataire de la zone euro.

Durant les deux premiers mois de 2006, les rendements des emprunts publics à long terme sur les marchés mondiaux se sont accrus. Le 24 février, les rendements des emprunts publics à dix ans s'établissaient dans la zone euro 20 points de base au-delà des niveaux observés à la fin de 2005. Cette hausse s'est traduite par une augmentation des rendements des obligations à long terme indexées alors que les anticipations d'inflation à long terme, telles que mesurées par les points morts d'inflation, demeuraient inchangées dans l'ensemble.

Encadré 2

L'INCIDENCE DE LA HAUSSE DES COURS DU PÉTROLE SUR LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES ET SUR LES COURS BOURSIERS : COMPARAISON HISTORIQUE ENTRE LA ZONE EURO ET LES ÉTATS-UNIS

Le présent encadré examine l'incidence de la hausse des cours du pétrole sur les anticipations du marché en matière de croissance économique et d'inflation, telles que les reflètent les rendements obligataires à long terme et les cours des actions dans la zone euro et aux États-Unis. Les réactions des marchés financiers à la plus récente phase de hausse des cours du pétrole sont comparées à celles observées durant les précédentes périodes de cours élevés du pétrole. En relative opposition à ce qui a été constaté dans le passé, la réaction des rendements obligataires et des cours boursiers dans la zone euro et aux États-Unis a été relativement modérée au cours de l'année sous revue.

L'hypothèse de Fisher contribue à expliquer pourquoi et comment les rendements obligataires réagissent aux variations des cours du pétrole. Elle stipule qu'il est possible de décomposer les taux d'intérêt à long terme nominaux en un taux d'intérêt réel attendu et en une prime que les investisseurs exigent pour compenser l'inflation attendue pendant la durée de l'emprunt. La composante du taux d'intérêt réel peut, à son tour, être mise en relation, entre autres choses, avec les perspectives de croissance moyenne de l'économie pendant la durée de l'emprunt telles que les perçoivent les investisseurs du marché obligataire. Des cours pétroliers plus élevés brident généralement les perspectives de croissance à court et à moyen termes des économies non productrices de pétrole tout en alourdissant les pressions inflationnistes et donc les anticipations d'inflation. En théorie, la réaction globale des rendements obligataires nominaux à une hausse des cours du pétrole par le canal des anticipations est dès lors ambiguë, puisqu'elle dépend de l'ampleur relative de son incidence sur les anticipations de croissance et d'inflation.

Dans le passé, les rendements obligataires nominaux ont eu tendance à s'accroître lorsque les cours du pétrole étaient au plus haut, le regain d'inflation et des anticipations d'inflation dépassant manifestement les pressions à la baisse exercées sur les taux réels qui sont associées au ralentissement économique concomitant. Les trois premières lignes du tableau A présentent les variations des rendements obligataires à dix ans au cours des douze mois qui ont précédé les deux pics des cours pétroliers atteints durant les chocs pétroliers qui ont marqué les années soixante-dix (janvier 1974 et novembre 1979) ainsi que la pointe provoquée par la guerre du Golfe en 1990 (octobre)¹. Effectivement, les rendements des emprunts publics à dix ans ont augmenté des deux côtés de l'Atlantique, d'entre 90 et 180 points de base dans le cas de l'Allemagne et d'entre 50 et 150 points de base dans celui des États-Unis. Au cours de ces périodes, l'inflation réelle s'est considérablement accrue dans les deux économies, suscitant un rebond des anticipations d'inflation parmi les investisseurs. Il est très probable que la récession économique qui a caractérisé ces périodes a également exercé

Tableau A Variations des rendements des emprunts publics à 10 ans dans la zone euro et aux États-Unis dans les douze mois précédant des pics du prix du pétrole

(points de base)

	Zone euro	États-Unis
Janv. 1973-Janv. 1974	91	46
Nov. 1978-Nov. 1979	117	152
Oct. 1989-Oct. 1990	176	73
Sept. 2004-Sept. 2005	-89	20
dont :		
taux d'intérêt réels à long terme	-79	-4
points morts d'inflation à long terme	-10	24

¹ Pour ces trois périodes, les rendements obligataires dans la zone euro sont représentés par les rendements des emprunts publics à dix ans allemands.

Sources : BRI, Reuter et calculs de la BCE
Note : Les données de l'Allemagne sont utilisées pour les trois premières périodes pour la zone euro.

des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt réels. C'est la raison pour laquelle les nettes hausses des rendements obligataires nominaux qui en ont résulté suggèrent que le regain des anticipations d'inflation a plus que compensé les probables baisses des taux d'intérêt réels à long terme.

Pendant la plus récente flambée des cours du pétrole, toutefois, les taux d'intérêt à long terme ont réagi de manière très différente, en particulier dans la zone euro (cf. la quatrième ligne du tableau A). Au cours des douze mois qui ont précédé le pic des cours pétroliers en septembre 2005, les rendements des emprunts publics à dix ans ont reculé d'environ 90 points de base dans la zone euro et ne se sont accrus que de 20 points de base aux États-Unis. Cette évolution semble essentiellement refléter le fait que, par rapport aux chocs pétroliers antérieurs, les inflations réelle et attendue sont cette fois demeurées relativement stables. En effet, comme le montre également le tableau A, les points morts d'inflation à dix ans – même s'ils ne constituent pas une mesure parfaite des anticipations d'inflation – ne se sont que légèrement modifiés au cours de la période concernée². En outre, il semble que le relèvement des cours du pétrole a également donné lieu à certaines révisions à la baisse des anticipations de croissance par les opérateurs de marché et, partant, à une diminution des taux d'intérêt à long terme réels. Au cours de la période qui a précédé le pic des cours pétroliers de septembre 2005, le rendement des obligations indexées à dix ans de la zone euro s'est contracté de 80 points de base environ, alors qu'il n'y a eu que très peu de signes d'une réaction similaire aux États-Unis (cf. tableau A). C'est la raison pour laquelle le recul des rendements obligataires à long terme nominaux dans la zone euro au cours de cette période reflète principalement des rendements obligataires réels plus faibles, les anticipations d'inflation étant demeurées fondamentalement inchangées. De plus, la crédibilité et la prévisibilité accrues des banques centrales pourraient avoir contribué à réduire les incertitudes, concourant ainsi également à la modération des mouvements des rendements obligataires au cours de l'année sous revue. Toutefois, expliquer le lien entre la récente évolution des rendements obligataires à long terme et des cours pétroliers par la seule incidence des cours du pétrole sur les anticipations de croissance et d'inflation des opérateurs de marché fait abstraction de plusieurs autres facteurs qui pourraient avoir directement affecté ces deux variables³.

Les cours boursiers peuvent eux aussi être affectés par les évolutions des cours du pétrole. En théorie, le cours d'une action est égal à la somme des dividendes futurs anticipés actualisés par le taux d'intérêt sans risque et la prime de risque que les investisseurs exigent pour détenir cette action. Les dividendes futurs anticipés peuvent être remplacés par les anticipations de bénéfices dans l'évaluation, si on suppose qu'une certaine partie des bénéfices sera versée sous la forme de dividendes. Les variations des cours du pétrole peuvent exercer une incidence sur ces trois composantes. Un renchérissement de l'énergie pourrait par exemple donner lieu à un ralentissement de la progression des anticipations de bénéfices pour certaines entreprises, mais aussi à une accélération pour les entreprises qui tirent plutôt profit des hausses des cours du pétrole, comme par exemple les sociétés de prospection pétrolière. Les rendements des emprunts publics à long terme réels servent souvent d'indicateurs approximatif du taux réel d'intérêt sans risque, et les variations des cours pétroliers sont également susceptibles d'influencer cette composante, comme il est expliqué ci-dessus. Enfin, lorsque les cours du pétrole sont élevés,

2 Le marché des obligations indexées est relativement récent, et cette décomposition n'est dès lors pas possible pour les trois pics antérieurs des cours du pétrole.

3 Il est par exemple probable que les récentes évolutions des taux d'intérêt à long terme réels s'expliquent également par plusieurs facteurs déterminant les primes de risque incluses dans les rendements obligataires. Cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes des taux d'intérêt réels à long terme* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'avril 2005

les investisseurs se montrent généralement plus incertains quant aux perspectives de bénéfices des sociétés, ce qui pourrait à son tour entraîner un relèvement des primes de risque attachées aux actions. Même s'il est possible que plusieurs composantes se neutralisent, des cours pétroliers élevés et toujours en hausse ont généralement tendance à déprimer le cours des actions, puisque l'incidence négative future sur la rentabilité perçue de l'entreprise est en général prépondérante (cf. les trois premières lignes du tableau B).

Tableau B Variations du cours des actions dans la zone euro et aux États-Unis dans les douze mois précédant des pics du prix du pétrole

(en pourcentage)

	Zone euro	États-Unis
Janv. 1973-Janv. 1974	-2	-19
Nov. 1978-Nov. 1979	2	3
Oct. 1989-Oct. 1990	-1	-9
Sept. 2004-Sept. 2005	30	12

Sources : Datastream, Reuter et calculs de la BCE

Note : L'indice utilisé pour le cours des actions est le Datastream total market index.

Le tableau B présente le rendement annuel sur les marchés boursiers dans la zone euro et aux États-Unis pour les quatre mêmes périodes précédant les pics des cours pétroliers. Il met également en exergue plusieurs différences notables au niveau des performances boursières entre la période qui a précédé la dernière flambée des cours du pétrole et les périodes précédentes. Alors que les deux chocs pétroliers des années soixante-dix et la flambée du début des années quatre-vingt-dix avaient coïncidé avec des rendements relativement maigres pour les investisseurs du marché boursier, la période comprise entre septembre 2004 et septembre 2005 a été marquée par une hausse des cours boursiers, en particulier dans la zone euro. Au cours de la dernière période, les opérateurs de marché semblent dès lors avoir attaché moins d'importance aux facteurs liés aux prix pétroliers qui ont tendance à peser sur les cours boursiers.

L'une des raisons pourrait en être que, par rapport aux années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, les économies avancées sont beaucoup moins tributaires du pétrole et que les récentes hausses des cours pétroliers ont plus été tirées par la demande, sous l'impulsion d'une activité économique mondiale globalement vigoureuse. De plus, les risques d'escalade dans le cadre du processus de négociations salariales et de spirales de hausses des salaires et des prix apparaissent plus limités que lors des chocs pétroliers antérieurs. En ce qui concerne les performances relatives, la hausse plus vive observée sur le marché boursier de la zone euro que sur le marché boursier américain en 2004 et en 2005 reflète, dans une certaine mesure, le plus net repli des taux d'intérêt à long terme réels dans la zone euro (cf. tableau A).

Pour résumer, contrairement aux périodes précédentes de pics des cours pétroliers, les marchés obligataires et boursiers de la zone euro et des États-Unis ont réagi de manière plus contenue lors de la dernière flambée des cours du pétrole. Le repli des rendements réels offerts sur les obligations indexées de la zone euro pourrait être le signe que le récent pic des cours pétroliers pourrait avoir suscité certaines inquiétudes quant aux perspectives de croissance économique de la zone euro, même si d'autres facteurs structurels et à court terme sont susceptibles d'avoir joué un rôle au cours de cette période. En ce qui concerne la stabilité du point mort d'inflation dans la zone euro, il ne peut être exclu que la crédibilité accrue des banques centrales dans la réalisation d'un environnement d'inflation faible et stable ait joué un rôle essentiel dans la résistance observée des cours des actifs financiers au choc pétrolier le plus récent.

Graphique 14 Indices boursiers

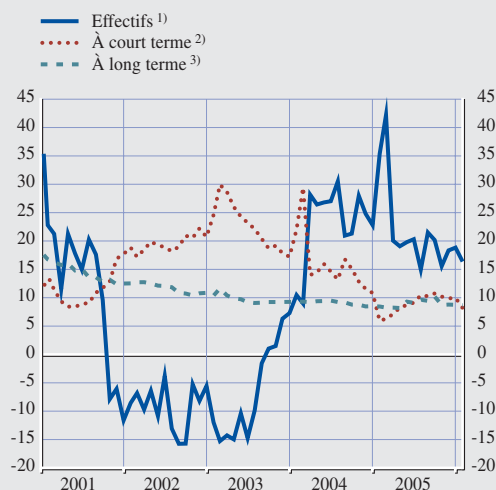
(indice : 31 décembre 2004 = 100 ; données quotidiennes)



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

Graphique 15 Croissance effective et attendue des bénéfices par action

(en pourcentage annuel ; données mensuelles)



Sources : Thomson Financial Datastream et calculs de la BCE
 Notes : Croissance des bénéfices par action sur la base de l'indice Dow Jones EuroStoxx
 1) Bénéfices par action sur les 12 derniers mois
 2) Anticipations de bénéfices des analystes à un horizon de 12 mois
 3) Anticipations de bénéfices des analystes à un horizon compris entre 3 et 5 ans

LES COURS DES MARCHÉS BOURSIERS DE LA ZONE EURO ONT CONTINUÉ À PROGRESSER EN 2005

En 2005, les cours des actions de la zone euro ont poursuivi leur tendance haussière observée depuis le début de 2003 (cf. graphique 14). L'indice Dow Jones EuroStoxx a clôturé l'année sur un gain de 23 % par rapport à la fin de l'année précédente, un résultat inférieur à celui du Nikkei 225 mais supérieur à celui de l'indice Standard & Poor's 500, qui n'a que faiblement progressé en 2005. Hormis les évolutions relatives des taux d'intérêt, les résultats inférieurs des marchés boursiers américains peuvent, dans une certaine mesure, s'expliquer par les évolutions du cours de change : en 2005, le dollar américain s'est apprécié, respectivement, de 13 % et 15 % face à l'euro et au yen japonais.

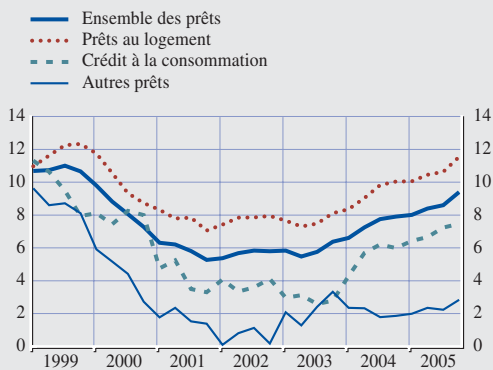
Les excellentes performances boursières relevées dans la zone euro en 2005 semblent

avoir traduit plusieurs facteurs dont, en particulier, le recul des taux d'intérêt à long terme, agissant comme taux d'actualisation des revenus futurs attendus, et la croissance à deux chiffres soutenue des bénéfices effectifs par action (cf. graphique 15). Les analystes des marchés boursiers ont en règle générale revu leurs estimations de bénéfices à la hausse. La faible volatilité persistante des marchés boursiers, indiquant un faible niveau d'incertitude des opérateurs de marché quant aux perspectives à court terme des marchés boursiers, semble également avoir constitué un environnement propice aux évolutions des cours des actions.

Des facteurs potentiellement négatifs, tels que les perspectives économiques moins optimistes résultant de la vive hausse des prix du pétrole (cf. encadré 2) n'ont que partiellement freiné la progression des cours des actions.

Graphique 16 Prêts des IFM aux ménages

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Si l'on envisage une ventilation sectorielle, l'appréciation des cours boursiers de la zone euro en 2005 a été plus marquée dans les secteurs du pétrole et du gaz (conformément à la forte croissance des résultats publiés due, dans une large mesure, aux évolutions des prix des produits pétroliers) ainsi que dans le secteur financier. Parmi les dix secteurs de l'indice Dow Jones EuroStoxx, seul celui des télécommunications a affiché, à la fin de 2005, des cours boursiers inférieurs à ceux de l'année précédente. Les secteurs des services aux consommateurs et de la santé ont également présenté des résultats inférieurs à ceux de l'indice général en 2005. Cette sous-performance indique que les perspectives de bénéfices des entreprises qui dépendent davantage de la consommation privée se sont montrées relativement faibles en 2005.

Les cours boursiers mondiaux ont continué de progresser au début de 2006. Au 24 février 2006, l'indice Dow Jones EuroStoxx avait enregistré une progression de 8 % par rapport à la fin de 2005. Le Standard & Poor's 500 et le Nikkei 225 ont quant à eux affiché une moindre augmentation pendant la même période. Ces hausses des cours boursiers peuvent s'expliquer par une croissance globalement ferme des bénéfices des entreprises, conjuguée à un goût

plus prononcé des investisseurs à investir dans les actions.

FORTE DEMANDE DE FINANCEMENT DES MÉNAGES

En 2005, l'endettement des ménages a poursuivi la tendance haussière observée depuis la mi-2003, reflétant la forte progression des prêts au logement et une croissance toujours plus marquée du crédit à la consommation. Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM aux ménages est passé de 7,9 % à la fin de 2004 à 9,4 % en décembre 2005. Cependant, les évolutions au niveau de la zone euro masquent des différences entre pays (cf. l'encadré 3 intitulé *Les différences de croissance des prêts octroyés aux ménages entre les pays de la zone euro*).

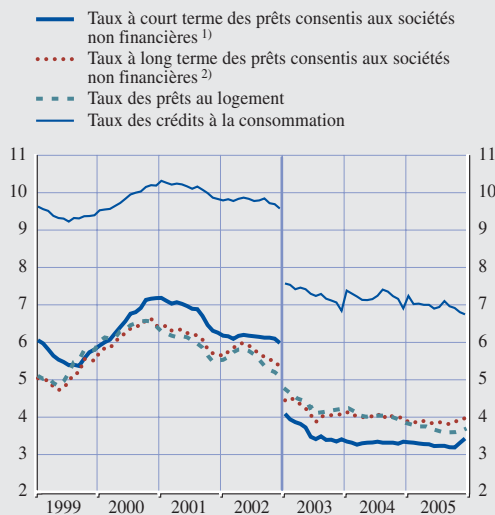
La dynamique des prêts octroyés aux ménages par d'autres intermédiaires financiers, qui s'était montrée bien plus forte que celle des prêts octroyés par les IFM au cours de l'année précédente, s'est considérablement ralentie en 2005, ce qui a entraîné une convergence du taux de croissance annuel du total des prêts consentis aux ménages avec celui des prêts octroyés aux ménages par les IFM.

L'examen de la ventilation par objet des prêts octroyés par les IFM aux ménages semble indiquer que la vigueur des financements consentis aux ménages a concerné davantage de catégories de prêts au cours de l'année 2005 que l'année précédente. Ceci étant, la dynamique des prêts a continué d'être largement entraînée par la fermeté de la demande de prêts au logement (cf. graphique 16). La croissance soutenue des emprunts hypothécaires pourrait être liée à la nouvelle baisse des taux d'intérêt hypothécaires dans l'ensemble de la zone euro et aux évolutions dynamiques du marché de l'immobilier relevées dans bon nombre de régions (cf. section 2.3 de ce chapitre).

Les taux des prêts hypothécaires ont de nouveau reculé en 2005 par rapport aux niveaux déjà modestes qu'ils avaient atteints au cours des années précédentes (cf. graphique 17). Ainsi, les

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

(en pourcentage annuel)



Source : BCE

Notes : Données relatives aux taux d'intérêt des banques de dépôts jusqu'en décembre 2002 et aux taux d'intérêt appliqués par les IFM aux contrats nouveaux à l'exception des découverts bancaires à compter de janvier 2003 (pondérées à partir de décembre 2003). Pour plus d'informations concernant les statistiques de taux d'intérêt des IFM et les méthodes de pondération, cf. l'encadré 2 du *Bulletin mensuel* de la BCE de décembre 2003 et l'encadré 3 de celui d'août 2004, respectivement.

1) Avant 2003, taux d'intérêt des prêts aux entreprises d'une durée inférieure ou égale à un an. À compter de janvier 2003, taux d'intérêt des prêts consentis aux sociétés non financières dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an

2) Avant 2003, taux d'intérêt des prêts aux entreprises d'une durée supérieure à un an. À compter de janvier 2003, taux d'intérêt des prêts consentis aux sociétés non financières dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à un an

taux d'intérêt appliqués par les IFM aux nouveaux prêts au logement dont la période de fixation initiale du taux est comprise entre cinq

et dix ans ont baissé de 13 points de base au cours de l'année, pour s'établir à 3,7 % en décembre 2005.

De plus, les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro laissent inférer que, même si la ferme croissance des prêts au logement a été essentiellement entraînée par la demande robuste des ménages, elle pourrait également être liée à un certain assouplissement, aux premier et troisième trimestres de 2005, des critères d'octroi des crédits au logement appliqués par les banques. Cet assouplissement des critères d'octroi des crédits et la fermeté de la demande ont notamment traduit une évaluation de plus en plus favorable des perspectives du marché de l'immobilier tant par les banques que par les emprunteurs.

En dépit de la croissance relativement contenue des dépenses de consommation nominales dans l'ensemble de la zone euro, le taux de croissance annuel du crédit à la consommation a progressé en 2005, pour s'établir à 7,5 % au dernier trimestre de 2005. Cette accélération est en conformité avec les faibles taux d'intérêt appliqués au crédit à la consommation en 2005 et est corroborée par les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, qui a mis en évidence un assouplissement des conditions d'octroi des crédits.

Encadré 3

LES ÉCARTS DE CROISSANCE DES PRÊTS OCTROYÉS AUX MÉNAGES ENTRE LES PAYS DE LA ZONE EURO

Le taux de croissance annuel des prêts octroyés par les IFM aux ménages dans la zone euro a augmenté à un rythme assez soutenu depuis la mi-2003, pour s'établir à 9,4 % à la fin de 2005. Cependant, cette dynamique robuste des prêts au niveau de la zone euro tend à masquer d'importants écarts entre les taux de croissance des pays de la zone euro. Le présent encadré examine ces différences en termes de mesures statistiques de la dispersion et apporte quelques éléments d'explication aux divergences entre pays.

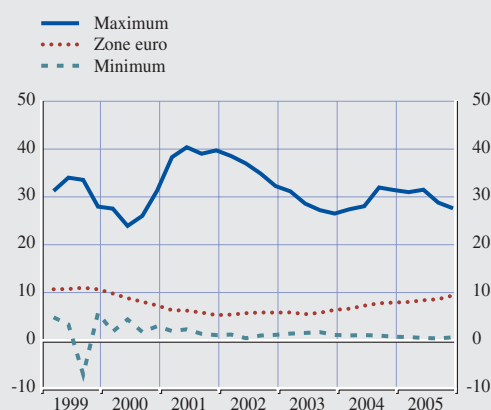
Évaluation des écarts de croissance des prêts octroyés aux ménages entre les pays de la zone euro

Les différences d'évolution des prêts accordés aux ménages entre les pays peuvent être analysées selon plusieurs axes. Le graphique A met en évidence l'écart séparant les taux annuels de croissance maximal et minimal du total des prêts consentis par les IFM aux ménages dans les pays de la zone euro depuis le lancement de la phase III de l'UEM. La fourchette a toujours été considérable et a dépassé 30 points de pourcentage à plusieurs reprises. Alors que les taux annuels de croissance ont fluctué entre 25 % et 40 % dans les pays où a été notée l'expansion la plus rapide des prêts, la dynamique d'emprunt des ménages s'est montrée particulièrement faible dans les pays présentant la croissance la plus lente au cours de la période de référence et des reculs ont parfois été enregistrés. Si l'on compare ces résultats aux taux de croissance entre 5 % et 10 % relevés dans l'ensemble de la zone euro, il ressort que les pays qui ont enregistré les progressions les plus fortes ont fait figure d'exception et/ou n'ont qu'une importance relativement restreinte dans l'encours des prêts consentis aux ménages dans la zone euro dans son ensemble.

Le graphique B, qui tient compte de la pondération de chaque pays dans l'agrégat de la zone euro, montre la dispersion entre les pays de la croissance annuelle des prêts au cours de la période 1999-2005, mesurée par le coefficient pondéré de variation. Cette mesure présente l'avantage d'être moins sujette aux influences des cas isolés. Les évolutions des deux mesures de la dispersion depuis 1999 semblent cependant assez similaires dans l'ensemble : après avoir atteint un sommet à la mi-2002, la dispersion entre les pays de la croissance des prêts accordés aux ménages semble s'être quelque peu réduite en 2003, avant de se stabiliser globalement à des niveaux supérieurs à ceux enregistrés en 1999.

Graphique A Fourchette de croissance des crédits des IFM aux ménages dans les pays de la zone euro

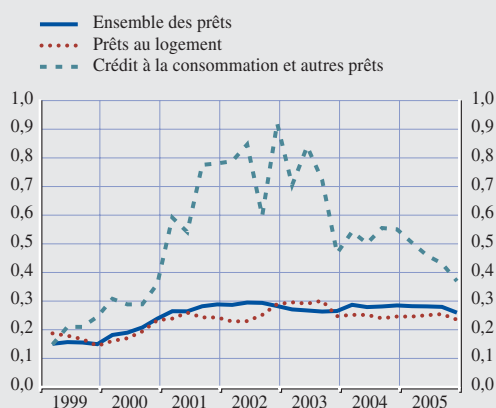
(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

Le total des prêts octroyés aux ménages peut être réparti en prêts au logement, prêts à la consommation et autres prêts. Comme l'indique le graphique B, le coefficient pondéré de variation des prêts hypothécaires a augmenté jusqu'à la fin de 2002 mais est demeuré relativement stable depuis lors. Compte tenu de la part importante que représentent les prêts hypothécaires dans le total des prêts octroyés par les IFM aux ménages (près de 70 % à la fin de 2005), la dispersion de la croissance des prêts hypothécaires détermine dans une large mesure celle du total des prêts accordés aux ménages. Le coefficient pondéré de variation de la croissance des prêts à la consommation et des autres prêts s'est montré bien plus irrégulier par le passé que celui de la croissance des prêts hypothécaires. Il semble néanmoins aussi s'être stabilisé récemment, bien qu'à un niveau nettement supérieur au coefficient pondéré de variation de la croissance des prêts hypothécaires.

Graphique B Coefficient de variation pondéré de la croissance des prêts des IFM aux ménages



Source : BCE

Note : Le coefficient de variation pondéré d'une variable est le rapport entre l'écart type pondéré et la moyenne pondérée. Les poids sont fondés sur la part d'un pays donné dans le type de crédit correspondant.

La croissance des prêts octroyés aux ménages et les écarts entre les niveaux d'endettement dans les pays de la zone euro

Les divergences observées ces dernières années entre la croissance des prêts octroyés aux ménages dans les différents pays peuvent traduire divers facteurs, parmi lesquels les situations financières différentes des ménages et le degré de convergence des taux d'intérêt avant l'Union monétaire ; les structures diverses des marchés financiers – spécialement pour les crédits hypothécaires; et les différences relatives à des déterminants économiques clés de l'endettement des ménages – notamment la dynamique des marchés immobiliers et les prix des logements.

Le graphique C présente la croissance annuelle moyenne du total des prêts accordés par les IFM aux ménages dans les pays de la zone euro entre les quatrièmes trimestres de 1998 et de 2005 rapportée au niveau d'endettement des ménages dans les différents pays à la fin de 1998. Au début de la phase III de l'UEM, l'endettement des ménages mesuré par le rapport entre l'encours des prêts des IFM et le PIB, présentait d'importants écarts entre les pays de la zone euro. Le graphique fait apparaître que les pays qui présentaient initialement les ratios d'endettement les moins élevés ont généralement été confrontés à une plus grande progression du crédit que les pays présentant au départ un ratio d'endettement plus important. Une partie des différences entre les croissances moyennes des prêts depuis 1999 peuvent par conséquent traduire un processus de « convergence » des ratios d'endettement à mesure que les taux d'intérêt et les niveaux d'inflation convergent.

Par ailleurs, la structure des marchés financiers variait fortement entre les pays en 1999 et il est donc probable qu'elle ait contribué aux différents niveaux initiaux d'endettement des

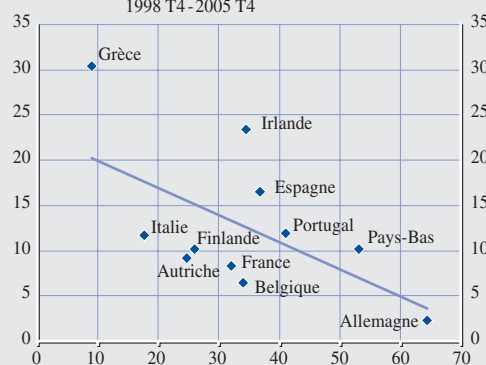
ménages. Dans le cas des marchés hypothécaires, ces variations se reflètent par exemple dans les différences entre les produits offerts concernant des éléments tels que la durée des contrats, le recours à des taux d'intérêt fixes ou variables et le niveau moyen et maximal des rapports entre les prêts et la valeur des immeubles. Bien que la libéralisation des marchés financiers et l'intensification de la concurrence entre les intermédiaires financiers ces dernières années se soient fait sentir partout, l'incidence de ces changements structurels sur les marchés financiers a été plus marquée dans certains pays de la zone euro que dans d'autres, en raison tant de la situation initiale que du rythme et de l'étendue des réformes entreprises. Il en a notamment résulté dans certains pays plus que dans d'autres une réduction plus marquée des marges de taux d'intérêt et des autres coûts du crédit, ainsi qu'une diversification et des innovations en matière de produits hypothécaires – par exemple, la disponibilité de prêts à trente voire cinquante ans, l'apparition de taux variables de type « accordéon » et de crédits hypothécaires « sans amortissement » –, permettant dès lors à un plus grand nombre de ménages de trouver un financement pour l'achat d'un logement. Les écarts qui caractérisent la dynamique des emprunts des ménages dans les différents pays peuvent en partie refléter l'hétérogénéité du niveau et de la rapidité d'évolution de la complexité et de la profondeur des marchés financiers.

Si l'Union monétaire a entraîné une uniformisation des taux d'intérêt à court terme entre les pays, les différences concernant la dynamique d'endettement des ménages traduisent également les évolutions macro-économiques différentes des pays de la zone euro. Cet aspect a été tout particulièrement marqué dans les évolutions des marchés immobiliers. Comme l'indique le graphique D, plusieurs pays (tels que l'Irlande et l'Espagne) ont enregistré une hausse très rapide des prix des logements depuis 1999, tandis que d'autres (comme l'Allemagne et de l'Autriche) se sont caractérisés par une stabilité des prix de l'immobilier. Étant donné que le crédit hypothécaire constitue la principale composante de l'ensemble des emprunts des ménages et qu'il est tout naturellement lié au

Graphique C Croissance des prêts des IFM aux ménages et endettement des ménages dans la zone euro

(en pourcentage du PIB (abscisses) ; en taux de croissance annuels (ordonnées))

Abscisses: ratio d'endettement des ménages en 1998 T4
Ordonnées: taux de croissance annuel moyen des prêts des IFM aux ménages au cours de la période 1998 T4 - 2005 T4

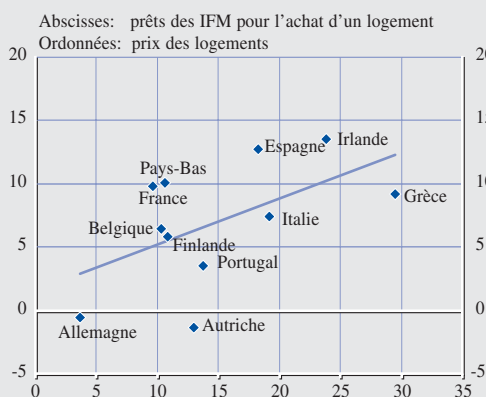


Source : BCE

Note : Le Luxembourg ne figure pas dans le graphique en raison de l'importance des opérations transfrontières dans l'encours total des prêts aux ménages.

Graphique D Dynamique du marché du logement et prêts dans la zone euro au cours de la période 1999-2004

(taux de croissance annuels moyens en pourcentage)



Source : BCE

Note : Le Luxembourg ne figure pas dans le graphique en raison de l'importance des opérations transfrontières dans l'encours total des prêts aux ménages.

dynamisme des évolutions du marché immobilier, les différences substantielles relevées dans l'évolution des prix de l'immobilier se traduisent dans l'hétérogénéité des taux de croissance des prêts des ménages. Les différences d'évolution des crédits à la consommation peuvent quant à elles découler des écarts de profil du revenu disponible des ménages et de la consommation privée suivant les pays.

En résumé, des différences notables entre les pays de la zone euro apparaissent dans la croissance annuelle du total des prêts consentis par les IFM aux ménages de 1999 à 2005. Des indications suggèrent également que ces différences entre pays ont été persistantes. Tandis que la convergence entre les niveaux d'inflation et entre les taux d'intérêt avant le lancement de l'UEM – et donc avant l'influence du passage vers un environnement crédible de basse inflation au début de la phase III – peut apporter quelques éléments d'explication à la diversité des situations suivant les pays, la diversité des évolutions depuis l'introduction de l'euro, plus particulièrement pour ce qui est des modifications du marché du logement et des changements dans la structure des marchés financiers, ont également joué un rôle important. Il va de soi que d'autres facteurs ont vraisemblablement contribué aux différences de croissance des prêts consentis aux ménages entre pays. Parmi ces facteurs figurent notamment les différences d'évolution des revenus et de la consommation privée, de même que les profils démographiques et les attitudes envers la propriété de son propre logement dans les différents pays, tandis que les divergences concernant la déductibilité fiscale des paiements d'intérêts, la taxation des plus-values immobilières et la titrisation des prêts hypothécaires peuvent également y avoir contribué. Les écarts relevés dans les progrès réalisés en matière de modélisation dans l'industrie financière, qui ont accru la capacité des banques à évaluer les évolutions du marché et le risque de crédit, peuvent également expliquer partiellement ces différences.

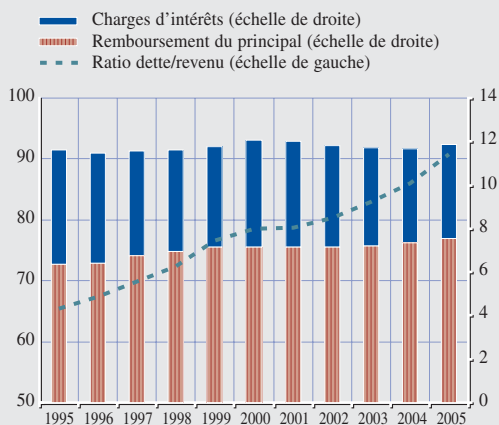
HAUSSE DE L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES

À la suite de la persistante vigueur de la demande de crédit, le niveau d'endettement des ménages par rapport à leur revenu disponible a de nouveau progressé (cf. graphique 18). L'endettement des ménages de la zone euro reste cependant inférieur à celui d'autres pays industrialisés tels que les États-Unis, le Royaume-Uni ou le Japon. De plus, en dépit de la progression de l'endettement, la charge totale du service de la dette des ménages (le rapport entre les paiements d'intérêts plus le remboursement du capital et le revenu disponible) est globalement restée inchangée. La croissance de la charge du remboursement de la dette, due à la forte augmentation des montants empruntés observée ces dernières années a été globalement compensée par la réduction de la part du revenu destiné au paiement des intérêts dans un environnement de faibles taux d'intérêt.

Le gonflement de leur endettement a néanmoins rendu les ménages plus vulnérables aux variations des taux d'intérêt, des revenus et des prix des actifs. Il convient en outre, lors de l'analyse de ces données agrégées, de tenir compte du fait qu'elles représentent une moyenne pour le secteur des ménages pour l'ensemble de la zone euro et que le ratio du service de la dette des ménages ayant un emprunt hypothécaire en cours pourrait être plus élevé. De plus, la charge du service de la dette peut varier entre les pays de la zone euro ainsi qu'entre les ménages appartenant à différentes catégories de revenus. Enfin, un certain degré d'incertitude persiste car la part des emprunts hypothécaires en cours exposés aux modifications de taux d'intérêt dépend des particularités des contrats hypothécaires, qui diffèrent considérablement à l'intérieur de la zone euro.

Graphique 18 Endettement et charge du service de la dette des ménages

(en pourcentage du revenu disponible)

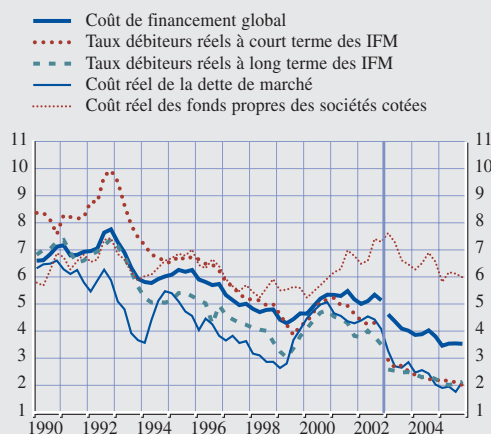


Source : BCE

Note : Les données pour 2005 sont des estimations.

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

(en pourcentage annuel)



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

Notes : Le coût réel du financement externe des sociétés non financières est calculé comme étant la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût des titres de créance et du coût des fonds propres, sur la base de leurs encours respectifs et déflaté des anticipations d'inflation (cf. l'encadré 4 du *Bulletin mensuel* de mars 2005). L'introduction début 2003 des taux débiteurs harmonisés des IFM entraîne une rupture dans les séries statistiques.

PERSISTANCE DU FAIBLE COÛT RÉEL DU FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

Le coût réel global du financement externe des sociétés non financières, calculé en pondérant les différentes sources de financement externe sur la base de leurs encours (corrigés des effets de valorisation) s'est maintenu, tout au long de l'année 2005, à des niveaux modestes au regard du passé (cf. graphique 19)⁵. Le financement par endettement des sociétés non financières a notablement progressé en raison de son coût très faible, tandis que l'émission d'actions cotées n'a que très légèrement augmenté au cours de la seconde moitié de l'année.

Si l'on considère les composantes du coût réel du financement externe, les taux d'intérêt réels des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières se sont inscrits en légère baisse jusqu'au deuxième trimestre de 2005 (cf. graphique 17). Cette évolution a reflété le

nouveau recul des rendements des emprunts publics à court et moyen termes au premier semestre. La progression des rendements des emprunts publics pendant la seconde moitié de l'année ne s'est traduite que partiellement dans les évolutions des taux appliqués aux prêts consentis par les IFM. Au cours du quatrième trimestre, le coût réel des prêts bancaires est resté inchangé, à de faibles niveaux, après une légère progression au troisième trimestre. Dans l'ensemble, le coût réel modéré des prêts bancaires traduit une évaluation positive par les banques du risque de crédit des sociétés non financières. Ceci est également confirmé par les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, qui a mis en évidence un assouplissement net ou une quasi-stabilité globale des critères d'octroi des crédits aux entreprises en 2005.

⁵ Pour une description plus détaillée de la mesure du coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro, cf. l'encadré 4 du *Bulletin mensuel* de la BCE de mars 2005

Le coût réel de la dette de marché s'est montré plus volatil que celui des prêts bancaires au cours de l'année 2005. Alors qu'il affichait un niveau bas au premier trimestre de 2005, le coût réel de la dette de marché des sociétés non financières a progressé jusqu'au milieu du deuxième trimestre. Cette évolution est liée au creusement des écarts de rendement des obligations de sociétés, sous l'influence surtout d'une série d'événements propres à certaines entreprises, principalement dans l'industrie automobile. Le coût réel de la dette de marché s'est ensuite infléchi jusqu'au troisième trimestre, en raison essentiellement de l'effacement partiel de l'augmentation des écarts de rendement des obligations de sociétés aux deuxième et troisième trimestres, avant de repartir à la hausse au quatrième trimestre de 2005, principalement à cause de la remontée des taux d'intérêt de marché pendant la seconde moitié de l'année et du creusement des écarts de rendement des obligations de sociétés au quatrième trimestre de 2005. À la fin de 2005, le coût réel de la dette de marché affichait un niveau légèrement plus élevé qu'à la fin de 2004, mais demeurait cependant particulièrement bas au regard du passé.

En 2005, le coût réel de l'émission d'actions cotées par les sociétés non financières s'est maintenu à des niveaux nettement plus élevés que celui du financement par endettement et a été proche de la moyenne enregistrée depuis 1995. Au cours de la première moitié de l'année, le coût réel des actions cotées s'est quelque peu accru. Ceci peut avoir reflété le fait que la rentabilité meilleure que prévu des sociétés non financières ne s'est pas totalement traduite dans les cours des actions ou bien que la prime de risque pour les actions a augmenté. À la fin de l'année toutefois, le coût réel des actions est revenu à un niveau proche de celui du début de l'année, essentiellement en raison des évolutions favorables sur les marchés boursiers.

HAUSSE DE LA DEMANDE DE FINANCEMENT EXTERNE PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

Les sociétés non financières ont considérablement accru leur demande de financement externe en 2005. Cette augmentation s'est manifestée dans un contexte de rentabilité satisfaisante des entreprises en 2005 (et d'accroissement des possibilités de financement interne qui y est lié), après une forte hausse de la rentabilité en 2003 et 2004, comme l'indiquent les états financiers agrégés des sociétés non financières cotées de la zone euro (cf. graphique 20)⁶. Un facteur clé des améliorations de la rentabilité des entreprises a été la réduction des charges d'exploitation rapportées au chiffre d'affaires. Alors qu'une accélération de la croissance des bénéfices des entreprises était attendue entre février et octobre 2005 pour les douze mois à venir, les mesures de la rentabilité extraites du marché boursier indiquaient vers la fin de 2005 que la croissance de la rentabilité des grandes entreprises cotées devrait se modérer légèrement au cours des douze prochains mois. Dans le même temps, les prévisions des niveaux de rentabilité des entreprises sont demeurées relativement élevées.

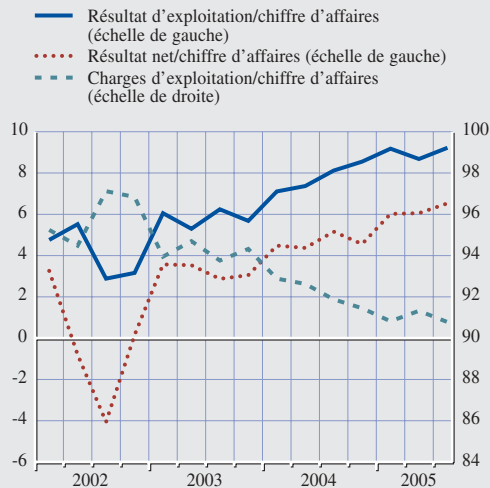
Dans le courant de 2005, la progression annuelle réelle du financement externe des sociétés non financières a augmenté considérablement, pour atteindre 2,8 % au quatrième trimestre, contre 1,3 % à la fin de 2004. Cette évolution résulte essentiellement d'une forte croissance de la contribution des prêts, tandis que la hausse des contributions des titres de créance et des actions cotées est restée plus modeste (cf. graphique 21).

Le taux de croissance annuel des prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières est passé de 5,4 % à la fin de 2004 à 8,0 % en décembre 2005. Pendant la première moitié de l'année, la hausse a en grande partie résulté des évolutions des prêts à court terme. Cependant,

⁶ Pour de plus amples informations sur la méthodologie et les évolutions à long terme, cf. l'article intitulé *Évolutions du financement des entreprises dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2005

Graphique 20 Ratios de rentabilité des sociétés non financières cotées de la zone euro

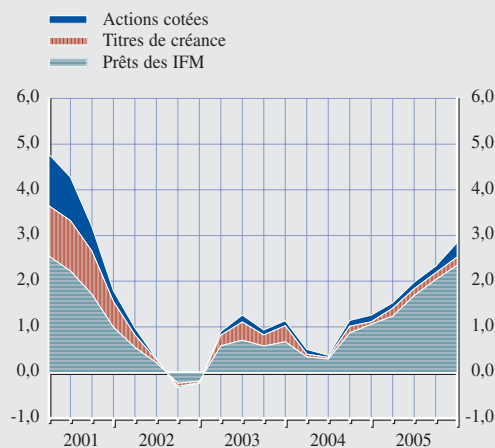
(en pourcentage)



Sources : Thomson Financial Datastream et calculs de la BCE
Notes : Le calcul est effectué à partir des états financiers trimestriels agrégés des sociétés non financières cotées de la zone euro. L'échantillon a été nettoyé des valeurs extrêmes. Comparé au résultat d'exploitation, défini comme étant le chiffre d'affaires moins les charges d'exploitation, le résultat net correspond au résultat d'exploitation et hors exploitation après impôts, provisions pour dépréciation et résultat exceptionnel.

Graphique 21 Ventilation du taux de croissance annuel en termes réels du financement externe des sociétés non financières¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

1) Le taux de croissance annuel en termes réels correspond à la différence entre le taux de croissance annuel effectif et le taux de croissance du déflateur du PIB.

le taux de croissance annuel des prêts à long terme s'est nettement renforcé au cours de la seconde moitié de l'année. Alors que les prêts à court terme sont fréquemment utilisés comme fonds de roulement, les prêts à long terme sont généralement étroitement liés à l'investissement productif. Conformément à cette évolution, les enquêtes sur la distribution du crédit bancaire d'octobre 2005 et de janvier 2006 ont fait apparaître que la formation brute de capital fixe contribuait à accroître la demande nette de prêts ou de lignes de crédit des entreprises. Le taux de croissance annuel de la formation brute de capital fixe a en outre considérablement augmenté aux deuxième et troisième trimestres de 2005. À cet égard, les sociétés non financières peuvent avoir désiré tirer un avantage des faibles coûts de financement et des critères d'octroi de crédit à l'investissement relativement favorables.

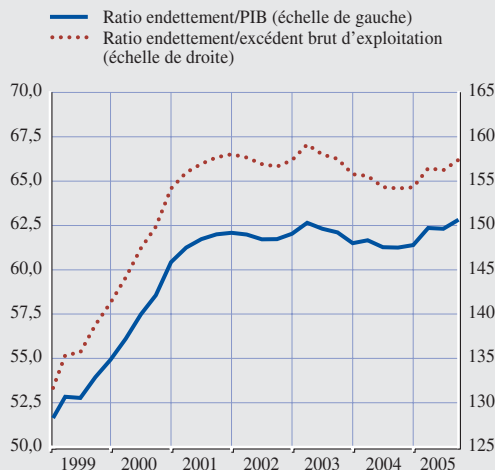
Les informations disponibles jusqu'au troisième trimestre de 2005 indiquent que, contrairement

aux prêts des IFM, le taux annuel de variation des prêts octroyés aux sociétés non financières par des intermédiaires autres que les IFM est demeuré négatif. Cette atonie peut encore être attribuée aux changements de réglementation fiscale dans l'un des pays de la zone euro, qui ont entraîné la substitution, dans une certaine mesure, de prêts intragroupes par l'émission d'actions non cotées.

La progression annuelle de l'émission de titres de créance par les sociétés non financières est restée modeste dans l'ensemble en 2005. Après un redressement au premier trimestre, lié partiellement à l'augmentation des activités de fusion et d'acquisition, le taux de croissance annuel s'est inscrit en baisse au cours des deuxième et troisième trimestres et est resté modéré au quatrième trimestre de 2005. La faiblesse générale de l'émission nette de titres de créance pourrait trouver une explication dans la substitution des titres de créance par le financement par endettement ainsi que dans

Graphique 22 Ratios d'endettement des sociétés non financières

(en pourcentage)



Sources : BCE et Eurostat

Notes : L'excédent brut d'exploitation correspond à la somme de l'excédent brut d'exploitation et du revenu mixte pour l'ensemble de l'économie. L'endettement est établi à partir des statistiques de comptes financiers trimestriels. Il recouvre les prêts, les titres de créance émis et les provisions pour fonds de pension. Les ratios d'endettement présentés sont légèrement inférieurs aux données établies à partir des comptes financiers annuels, essentiellement parce que ces derniers incluent les prêts accordés par les banques non-résidentes et présentent une couverture plus élevée des prêts octroyés par les agents non financiers. Le dernier trimestre disponible correspond à des estimations.

l'amélioration de la rentabilité des grandes entreprises cotées. Parallèlement, alors que l'émission nette de titres de créance à taux fixe a été faible en 2005, les sociétés non financières ont fortement accru leurs émissions de titres de créance à long terme à taux variable. De plus, l'année écoulée s'est caractérisée par un niveau élevé de remboursements de titres de créance émis entre 1999 et 2001, lorsque le marché obligataire du secteur privé de la zone euro était en plein essor.

Le taux de croissance annuel de l'émission d'actions cotées par les sociétés non financières a légèrement progressé en 2005, même s'il est resté modéré dans l'ensemble, en raison notamment du coût réel nettement plus élevé des actions par rapport au financement par endettement. Une timide progression de l'émission d'actions cotées par les sociétés non

financières a cependant été enregistrée au cours de la seconde moitié de l'année.

S'agissant de l'évolution des bilans des sociétés non financières de la zone euro, le renforcement de la demande de financement par endettement des sociétés non financières a entraîné une légère augmentation de leur ratio d'endettement en 2005, qui s'est établi à 63 % du PIB à la fin du quatrième trimestre (cf. graphique 22). Ceci pourrait indiquer que la période de restructuration intensive des bilans des sociétés non financières est arrivée à son terme en 2005. La situation varie cependant sans doute considérablement d'une société à l'autre.

La légère hausse des ratios d'endettement doit être examinée à la lumière de l'amélioration de la rentabilité des sociétés non financières et de la persistance de faibles coûts réels du financement externe au regard du passé. En outre, les charges d'intérêts nettes des sociétés non financières relatives à leurs emprunts et dépôts auprès des IFM (en pourcentage du PIB) se sont maintenues à des niveaux peu élevés.

Dans l'ensemble, en dépit du léger relèvement des ratios d'endettement, la situation financière des sociétés non financières semble s'être globalement améliorée en 2005, surtout grâce au redressement de leur rentabilité. Les évolutions généralement favorables des conditions d'octroi des crédits aux entreprises, mises en évidence par l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro et les évolutions des notations l'indiquent également.

2.3 LES ÉVOLUTIONS DE PRIX

La hausse de l'IPCH global de la zone euro a atteint en moyenne 2,2 % en 2005, contre 2,1 % les deux années précédentes (cf. tableau 1). Les tensions inflationnistes sous-jacentes d'origine interne sont restées limitées en 2005, reflétant partiellement la poursuite de la modération salariale, dans le contexte d'un marché du travail atone. Le renchérissement des prix du

Tableau I Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2003	2004	2005	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4	2005 Déc.	2006 Janv.
IPCH et composantes										
Indice global	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,4
Énergie	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,8	12,7	11,1	11,2	.
Produits alimentaires transformés	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,6	1,8	2,2	1,8	.
Produits alimentaires non transformés	2,1	0,6	0,8	-0,7	0,5	0,8	0,8	1,4	1,5	.
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	.
Services	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	.
Autres indicateurs de prix et de coûts										
Prix à la production ¹⁾	1,4	2,3	4,1	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,7	.
Cours du pétrole (en euros par baril) ²⁾	25,1	30,5	44,6	34,5	36,6	42,2	50,9	48,6	48,5	52,5
Cours des matières premières ³⁾	-4,5	10,8	9,4	1,3	1,9	2,2	11,6	23,2	29,8	23,1

Sources : Eurostat, Thomson Financial Datastream et HWWA

1) Hors construction

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

3) Hors énergie ; en euros

pétrole a été le facteur principal exerçant des pressions à la hausse sur les prix, particulièrement durant la seconde moitié de l'année. Cependant, il n'y a eu que de rares indices de transmission des hausses antérieures des prix pétroliers sur les prix à un stade ultérieur de la chaîne de production. En même temps, l'inflation a été freinée par les effets différés de l'appréciation antérieure de l'euro et par les effets d'une concurrence internationale vigoureuse. En outre, la contribution de la fiscalité indirecte nette et des prix administrés à l'IPCH en 2005 a été légèrement plus faible qu'en 2004.

L'INFLATION GLOBALE A ÉTÉ INFLUENCÉE PRINCIPALEMENT PAR LES ÉVOLUTIONS DES PRIX PÉTROLIERS

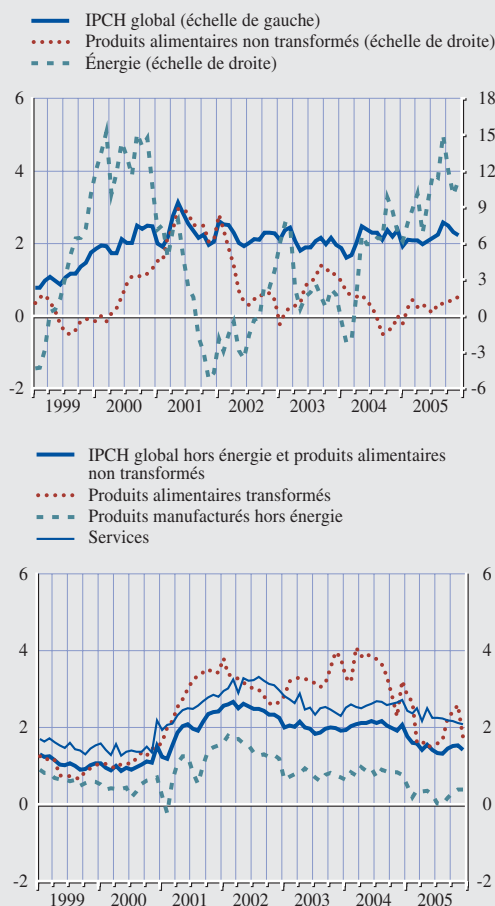
En 2005, le profil de l'inflation IPCH globale a été considérablement influencé par les évolutions de la composante énergétique, à la suite du net renchérissement des prix du pétrole (cf. graphique 23). Le cours moyen en euro du baril de *Brent* a progressé de quelque 45 % en 2005 par rapport à 2004. Dès lors, le taux annuel de croissance des prix de l'énergie s'est établi à 10,1 % en 2005, contre 4,5 % en 2004. La contribution des prix de l'énergie au taux d'inflation annuel moyen, de 0,8 point de pourcentage en 2005, a atteint le niveau le plus élevé depuis cinq ans (cf. graphique 24).

L'inflation globale est restée proche de 2 % durant le premier semestre de 2005. Au deuxième semestre, l'inflation a atteint un pic de 2,6 % en septembre, reflétant largement les évolutions des prix pétroliers, avant de retomber à 2,2 % à la fin de 2005. L'incidence du renchérissement des prix du pétrole sur l'inflation s'est également reflétée dans les révisions d'anticipations d'inflation dans le courant de 2005. Par exemple, les prévisions d'inflation pour 2005, selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), sont passées de 1,9 % au premier trimestre de 2005 à 2,2 % au dernier trimestre. En revanche, les prévisions d'inflation à long terme de l'EPP sont restées inchangées à 1,9 % en 2005. Ce profil d'évolution a été largement celui d'autres indicateurs fondés sur des enquêtes, concernant les anticipations d'inflation à court et à long termes.

Les composantes les moins volatiles de l'IPCH ont largement contribué à contenir les pressions à la hausse que les prix du pétrole ont exercées sur l'inflation globale. Après s'être inscrit à la baisse durant le premier semestre de 2005, le taux annuel de croissance de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés s'est stabilisé durant la seconde moitié de l'année. Pour l'ensemble de l'année, il s'est établi à 1,5 % en 2005, en recul par rapport aux

Graphique 23 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

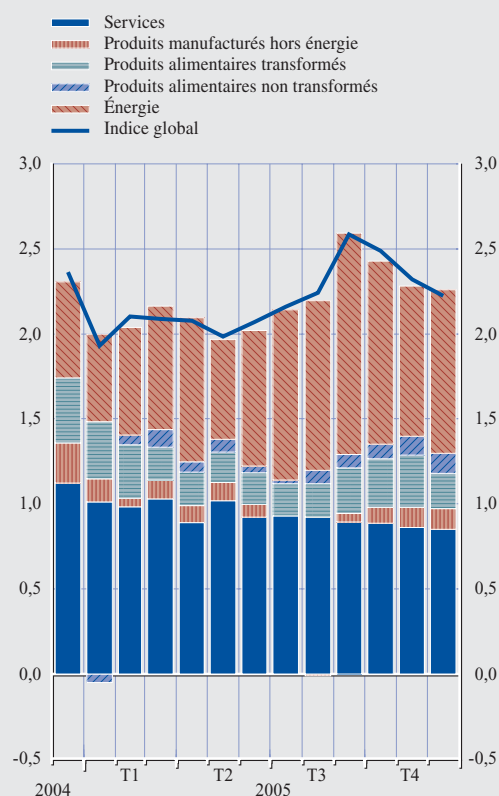
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Graphique 24 Contributions des principales composantes à l'IPCH

(contributions annuelles en points de pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

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

2,1 % de 2004. Ce recul s'explique partiellement par la moindre contribution à l'inflation globale de la fiscalité indirecte nette et des prix administrés, qui a atteint quelque 0,4 % en 2005, contre 0,6 % environ en 2004⁷. Par exemple, l'inflation des produits alimentaires transformés a été tempérée par des effets de base favorables au premier semestre de 2005, résultant de hausses de la fiscalité sur le tabac durant le premier semestre de 2004. Ces effets de base n'ont été que partiellement contrebalancés par l'augmentation de la taxe sur le tabac en Allemagne en septembre 2005. Au total, le taux de progression annuel des produits alimentaires transformés s'est établi à 2,0 % en

2005, bien au-dessous du taux de 3,4 % enregistré en 2004. Le taux de variation annuelle des prix des produits manufacturés hors énergie s'est également inscrit à la baisse, revenant de 0,8 % en 2004 à 0,3 % en 2005. Cette contribution historiquement faible des prix des produits manufacturés hors énergie a pu résulter d'une pression à la baisse sur les prix exercée par la vigueur de la concurrence extérieure et des effets différés de l'appréciation

⁷ Pour des détails sur les sous-composantes de l'IPCH utilisées pour évaluer l'incidence des évolutions de la fiscalité indirecte et des prix administrés sur l'inflation, cf. l'encadré intitulé *L'incidence des évolutions de la fiscalité indirecte et des prix administrés sur l'inflation*, du *Bulletin mensuel* de janvier 2004

antérieure de l'euro. En dépit d'une certaine variabilité à court terme attribuable à quelques composantes volatiles, telles que les voyages organisés et les services de transport, la hausse des prix des services s'est ralentie au cours de 2005, atteignant 2,3 % en 2005, contre 2,6 % en 2004. En 2005, on a globalement observé peu de signes d'effets indirects significatifs découlant des hausses des prix de l'énergie.

Le fait que la hausse de l'IPCH global a quelque peu dépassé 2 % en 2005 pour la cinquième année consécutive montre la pertinence de l'analyse des déterminants de la persistance de l'inflation. L'encadré 4 présente les principales conclusions du réseau de l'Eurosystème sur la persistance de l'inflation et sur le processus de formation des prix dans la zone euro.

Encadré 4

LE RÉSEAU DE RECHERCHE SUR LA PERSISTANCE DE L'INFLATION ET SUR LE PROCESSUS DE FORMATION DES PRIX DANS LA ZONE EURO

Le réseau de l'Eurosystème sur la persistance de l'inflation (IPN) a été créé en 2003 afin d'analyser les tendances, les déterminants et les implications de la persistance de l'inflation et du processus de formation des prix dans la zone euro et les pays qui la composent. La persistance de l'inflation fait référence à la tendance de l'inflation à ne converger que lentement vers sa valeur à long terme à la suite d'un choc. Le réseau a achevé ses travaux en 2005.

Le réseau était un projet de recherche conjoint entre toutes les banques centrales de l'Eurosystème. Il a utilisé une série de données sans précédent, couvrant un grand nombre d'informations sur des variables macroéconomiques et sectorielles, ainsi que sur le processus de fixation des prix des entreprises individuelles. Les données individuelles sur les prix de nombreux pays de la zone euro, qui sous-tendent la construction des indices des prix à la consommation et à la production, ont été exploitées. En outre, le réseau a réalisé des enquêtes sur le comportement de fixation des prix dans neuf pays. Considérées dans leur ensemble, ces bases de données constituent une occasion unique de comprendre le processus de formation des prix. Elles sont sans précédent, même en regard de normes internationales, la couverture des données exploitées par le réseau dépassant de loin celle disponible pour d'autres économies.

Le réseau a présenté ses résultats provisoires lors de conférences universitaires, afin de bénéficier de réactions rapides des milieux universitaires, dont il pourrait tenir compte dans la suite de ses travaux. En 2005, des présentations ont été effectuées lors de l'Assemblée annuelle de l'*American Economic Association* à Philadelphie et au Congrès annuel de l'*European Economic Association* à Amsterdam. De nombreuses recherches ont été publiées dans la série des documents de travail de la BCE, d'autres le seront dans les prochains mois. Certaines recherches ont été publiées ou le seront sous peu dans des revues scientifiques.

En ce qui concerne la fixation des prix, les conclusions principales des travaux du réseau sont les suivantes. Les prix dans la zone euro sont assez rigides, ne changeant en moyenne qu'une seule fois par an¹. Lorsque des ajustements des prix ont lieu, ils sont généralement assez importants, entre 8 % et 10 %, dans le secteur de la distribution et environ 5 % dans le secteur de la production. Il est intéressant de remarquer que les augmentations et les diminutions de

¹ Ceci est beaucoup moins fréquent que les changements de prix aux États-Unis par exemple. Pour un aperçu plus détaillé de ces résultats, voir l'article intitulé *Le processus de formation des prix dans la zone euro*, dans le *Bulletin mensuel* de novembre 2005.

prix sont presque aussi fréquentes et d'ampleur similaire, à l'exception notable du secteur des services, dans lequel de modestes hausses de prix sont courantes et les baisses de prix très rares. On observe une hétérogénéité marquée entre secteurs, particulièrement en ce qui concerne la fréquence des ajustements de prix. De plus, la fréquence et l'ampleur des adaptations de prix, ainsi que leur direction, dépendent des conditions macroéconomiques (telles que le taux d'inflation) et de facteurs temporels (tels que les effets saisonniers) et réagissent à des événements spécifiques (tels que des modifications de TVA).

Les enquêtes ont montré que la plupart des entreprises procèdent à des révisions de prix tant à intervalles réguliers qu'en réponse à des modifications des conditions économiques. Les révisions de prix sont plus fréquentes que les variations de prix. Cela peut être dû au fait que les révisions suggèrent qu'il n'y a pas de nécessité de changer les prix ou à des facteurs empêchant les changements de prix même si les révisions suggèrent d'adapter les prix. Les enquêtes menées par le réseau ont fait apparaître certains obstacles à des modifications de prix, tels que principalement des contrats explicites ou implicites entre les entreprises et leurs clients et les interactions stratégiques entre entreprises.

Une autre conclusion importante est que le degré de persistance de l'inflation augmente avec le niveau d'agrégation. Les séries de prix individuelles ou très peu agrégées sont en moyenne beaucoup moins persistantes que les séries agrégées. Les estimations empiriques indiquent un niveau modéré de persistance de l'inflation dans le régime actuel de politique monétaire; il est toutefois important de tenir compte d'éventuels changements antérieurs du niveau moyen de l'inflation dans des estimations qui couvrent des périodes étendues. Néanmoins, même après cela, de telles estimations restent assorties d'un degré élevé d'incertitude.

Globalement, les résultats du réseau ont considérablement fait avancer la connaissance de la persistance de l'inflation et du processus de formation des prix dans la zone euro. Les implications sont importantes, comme les conséquences pour l'élaboration de modèles : en effet, plusieurs des hypothèses les plus courantes utilisées dans les modèles macroéconomiques ayant des fondements microéconomiques sont profondément remises en cause par les nouvelles conclusions. Au niveau de la politique monétaire, les résultats font ressortir l'importance pour les banques centrales de garantir un bon ancrage des anticipations d'inflation, ce qui réduit en effet la persistance de l'inflation et facilite dès lors la conduite de la politique monétaire.

LE DYNAMISME DES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

Les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro, qui ne sont pas inclus dans l'IPCH, ont poursuivi leur progression en 2005, augmentant de 7,7 % (sur une base annuelle) durant le premier semestre de 2005, contre 7,0 % pour l'année 2004 (cf. graphique 25). Cette croissance globale vigoureuse masque toutefois des évolutions contrastées au niveau des pays. Le dynamisme récent reflète largement la vigueur des marchés de l'immobilier résidentiel en Espagne, en France et en Italie, tandis que

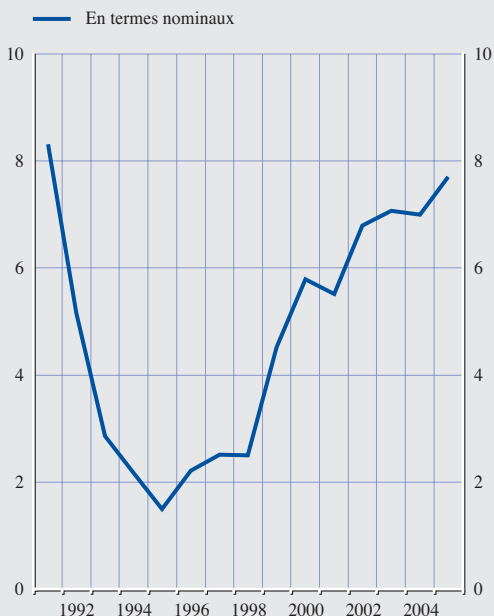
les prix de l'immobilier résidentiel ont légèrement baissé en Allemagne. Les données trimestrielles disponibles pour la seconde moitié de 2005 ont continué à faire état de hausses de prix importantes pour l'Espagne et la France, bien qu'à un rythme légèrement plus lent.

EFFETS INDIRECTS LIMITÉS AUX ÉTAPES ULTÉRIEURES DE LA PRODUCTION

Le taux de croissance annuel des prix à la production (hors construction) dans la zone euro s'est établi à 4,1 % en 2005, bien au-delà des 2,3 % enregistrés en 2004 (cf. graphique 26).

Graphique 25 Prix de l'immobilier résidentiel

(variations annuelles en pourcentage ; données annuelles)



Source : Calculs de la BCE à partir de données nationales non harmonisées
 Note : Les données pour 2005 portent sur le premier semestre de l'année.

Graphique 26 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Cette hausse a été principalement le fait des prix de l'énergie: en effet, le taux de croissance annuel des prix à la production hors énergie (et construction) a atteint 1,8 % en 2005, contre 2,0 % en 2004.

Cette stabilité globale du taux de croissance annuel des prix à la production hors énergie a masqué des évolutions contrastées au niveau des sous-secteurs. Le taux de progression annuel des prix des biens d'équipement a été de 1,3 % en 2005, contre 0,7 % en 2004. Ces pressions à la hausse ont été partiellement contrebalancées par une nette décélération des prix des biens intermédiaires, qui a partiellement reflété l'évolution des prix des matières premières hors pétrole ainsi que les effets décalés de l'appréciation antérieure de l'euro. Le taux de croissance annuel des prix des biens intermédiaires a reculé, revenant de 5,5 % en janvier 2005 à 1,9 % en décembre 2005. Il a atteint 2,9 % en moyenne en 2005, contre 3,5 % en 2004.

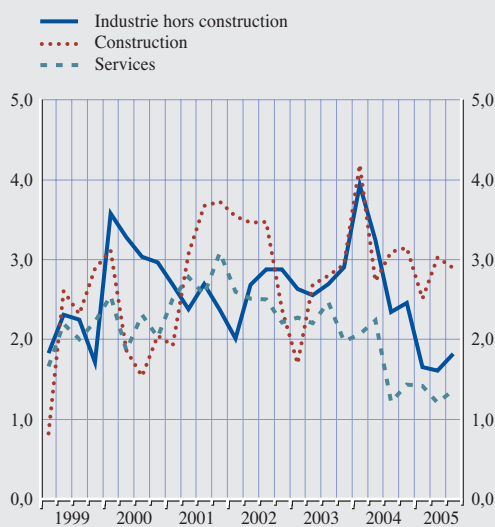
Il n'y a guère d'indices d'intensification des tensions sur les prix à des étapes ultérieures de la production. Les prix à la production des biens de consommation ont progressé de 1,1 % en 2005, soit moins que le rythme de 1,3 % enregistré en 2004. La faiblesse de la demande des consommateurs, la concurrence extérieure accrue, ainsi que l'appréciation antérieure de l'euro ont peut-être retenu les entreprises de répercuter les hausses des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix des biens intermédiaires.

ÉVOLUTIONS MODÉRÉES DES COÛTS SALARIAUX EN 2005

La croissance de la rémunération par tête a nettement décéléré durant les trois premiers trimestres de 2005, atteignant un taux de progression annuel moyen de 1,5 %, contre 2 % en 2004 (cf. tableau 2). Ce recul est principalement imputable aux évolutions salariales dans l'industrie hors construction et, dans une

Graphique 27 Ventilation sectorielle de la rémunération par tête

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

moins mesure, dans le secteur des services (cf. graphique 27). Néanmoins, au sein du secteur des services, les évolutions ont été divergentes. Alors que la croissance de la rémunération par tête a progressé durant les trois premiers trimestres de 2005 dans le secteur des services marchands, avec une progression annuelle moyenne de 1,8 % contre 1,5 % en 2004, la croissance dans le secteur des services non marchands a sensiblement décéléré, avec une progression annuelle moyenne de 0,8 %, contre 2,1 % en 2004.

D'autres indicateurs des coûts salariaux suggèrent également une croissance modérée

des salaires. Le taux de progression annuel des salaires négociés s'est situé à 2,1 % en 2005, soit un niveau inchangé par rapport à 2004. En outre, des informations partielles relatives aux accords salariaux conclus pendant la période allant jusqu'à la fin 2005 dans plusieurs pays de la zone euro suggèrent l'absence d'effets de second tour de la hausse des prix du pétrole excédant les effets mécaniques des systèmes d'indexation salariale dans les pays où ils existent. Globalement, dans le contexte d'une poursuite de la croissance modérée du PIB en volume et de pressions limitées sur les marchés du travail de la zone euro, les évolutions salariales sont restées modérées en 2005.

Malgré la décélération de la hausse des salaires, la progression des coûts salariaux unitaires est restée inchangée en 2005. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté en moyenne de 0,9 % durant les trois premiers trimestres de 2005, comme en 2004. Cette évolution est imputable à la décélération des gains de productivité. Ceux-ci ont atteint en moyenne 0,6 % durant les trois premiers trimestres de 2005, contre 1,1 % en 2004.

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

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE EN 2005

La progression du PIB en volume de la zone euro (partiellement corrigée des jours ouvrés) s'est établie à 1,4 % en 2005, soit un niveau inférieur à celui enregistré l'année précédente

Tableau 2 Indicateurs de coûts salariaux

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2003	2004	2005	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4
Salaires négociés	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Coûts salariaux horaires totaux	3,0	2,5	.	2,4	3,2	2,5	2,2	.
Rémunération par tête	2,3	2,0	.	1,7	1,5	1,4	1,6	.
<i>Pour mémoire :</i>								
Productivité du travail	0,5	1,1	.	0,7	0,4	0,5	0,9	.
Coûts salariaux unitaires	1,8	0,9	.	1,1	1,1	0,9	0,7	.

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

Tableau 3 Structure de la croissance du PIB en volume

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

	Taux annuels ¹⁾								Taux trimestriels ²⁾				
	2003	2004	2005	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4
Produit intérieur brut en volume	0,7	1,8	1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3
dont :													
Demande intérieure ³⁾	1,3	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4
Consommation privée	1,0	1,4	1,4	1,9	1,3	1,5	1,9	0,8	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2
Consommation publique	1,7	1,1	1,3	0,7	0,8	1,2	1,6	1,7	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0
Formation brute de capital fixe	0,8	1,8	2,2	1,6	1,2	1,9	2,7	3,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8
Variation des stocks ⁴⁾	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4
Exportations nettes ⁵⁾	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Exportations ⁵⁾	1,2	5,9	3,9	5,8	3,1	2,6	4,9	5,1	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5
Importations ⁵⁾	3,0	6,2	4,7	7,1	4,3	4,2	5,4	5,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9
Valeur ajoutée brute en volume													
dont :													
Industrie hors construction	0,2	1,6	1,3	0,6	0,4	0,6	1,4	2,6	-0,5	0,2	0,8	0,9	0,6
Construction	0,9	1,8	1,7	1,2	-0,4	1,4	2,4	3,1	0,6	-0,5	1,9	0,5	1,3
Services purement marchands ⁶⁾	0,9	1,8	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,2

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les données sont corrigées des variations saisonnières et partiellement des jours ouvrés (cjo), les pays de la zone euro ne déclarant pas tous des séries cjo relatives aux comptes nationaux trimestriels.

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

2) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

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

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

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

6) Comprend le commerce, les transports, les services d'entretien, l'hôtellerie et la restauration, les communications, la finance, les services aux entreprises, l'immobilier et les services de location.

(1,8 %) et également en deçà de la croissance tendancielle du PIB potentiel (cf. tableau 3). Les résultats moins satisfaisants que prévu de 2005, qui s'inscrivent dans le prolongement de la morosité de l'activité économique observée depuis mi-2004, s'expliquent essentiellement par le niveau élevé des cours du pétrole, les effets décalés de l'appréciation de l'euro en 2004 ainsi qu'un ralentissement temporaire de la demande mondiale au premier semestre 2005.

Le rythme de la reprise qui a débuté au troisième trimestre 2003, après la période prolongée de faible croissance enregistrée entre mi-2001 et mi-2003, est relativement modeste par rapport aux niveaux observés lors des reprises du début des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette évolution. En premier lieu, contrairement aux phases antérieures de reprise, le mouvement actuel a été marqué par de très fortes hausses des cours du pétrole et une appréciation significative de l'euro. En

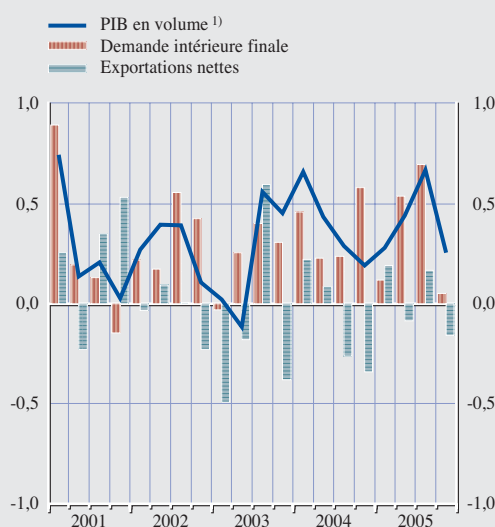
deuxième lieu, certains éléments tendent à indiquer que la croissance de la production potentielle a fléchi ces dernières années, principalement en raison de la moindre hausse de la productivité du travail. En troisième lieu, il convient également de prendre en compte le fait que le ralentissement de l'activité précédant la reprise actuelle a été relativement peu significatif. Dans la mesure où la vigueur du redressement dépend généralement de l'ampleur du recul conjoncturel qui l'a précédée, il n'est pas surprenant que la reprise actuelle soit, dans une certaine mesure, moins dynamique que les précédents mouvements de reprise⁸.

Le rythme de croissance plus modéré constaté pour l'année 2005 dans son ensemble peut être attribué à une moindre contribution tant des exportations que de la demande intérieure, leur accroissement en 2005 ayant été inférieur

⁸ Cf. également l'encadré intitulé *Analyse de la reprise économique en cours dans la zone euro dans une perspective historique* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2005

Graphique 28 Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume

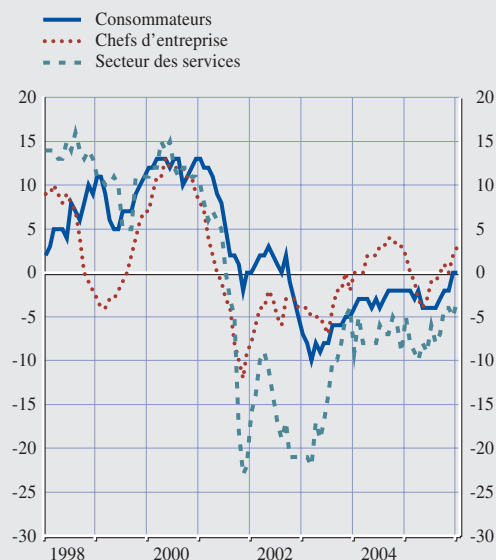
(contributions trimestrielles en points de pourcentage ; données cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
 1) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

Graphique 29 Indicateurs de confiance

(soldes d'opinions cvs)



Source : Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs
 Notes : Toutes les données sont corrigées des variations saisonnières. Les données sont calculées en termes d'écart par rapport à la moyenne sur la période débutant en janvier 1985 pour les indicateurs de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise et à compter d'avril 1995 pour l'indicateur de confiance dans le secteur des services.

aux prévisions effectuées fin 2004 (cf. graphique 28).

S'agissant de la contribution de la demande intérieure à la croissance, la hausse de la consommation privée a continué d'être modérée en 2005 (cf. tableau 3). Cette évolution résulte en partie de la faible augmentation du revenu réel disponible, en raison d'une progression limitée du revenu nominal et du renchérissement de l'énergie. Ces effets n'ont pas été compensés par une diminution de l'épargne des ménages, sans doute en liaison avec des perspectives d'évolution de l'emploi toujours relativement pessimistes. Les inquiétudes concernant la soutenabilité des systèmes de retraite et de santé ont probablement aussi joué un rôle, tout comme le fait que la faible progression des revenus et les chocs ayant affecté les prix des biens et des services de première nécessité ont sans doute eu une incidence disproportionnée

sur les catégories à faible revenu, dont la propension marginale à consommer est plus élevée. La confiance des consommateurs est restée faible en 2005, affichant néanmoins des signes d'amélioration vers la fin de l'année (cf. graphique 29).

La croissance de l'investissement au premier semestre 2005 a été très inférieure au niveau observé au second semestre 2004. Ce ralentissement tient essentiellement au fléchissement de la FBCF hors construction, qui peut être attribué principalement à l'évolution négative constatée dans le secteur du transport.

Cependant, la FBCF a connu une progression plus soutenue à compter de mi-2005. Les gains enregistrés par les entreprises en termes de rentabilité et d'efficacité du capital, les conditions de financement très favorables et la hausse de la demande mondiale ont constitué

des facteurs de soutien à l'investissement en 2005.

Une ventilation sectorielle fait apparaître que la valeur ajoutée dans l'industrie (hors construction), dans la construction et dans le secteur des services a contribué positivement à la croissance économique en 2005. L'augmentation de la valeur ajoutée dans le secteur des services marchands a été plus forte qu'en 2004. Dans l'industrie hors construction, en revanche, elle a été inférieure. La confiance dans le

secteur industriel et les services s'est détériorée au premier semestre 2005, même si elle a enregistré une amélioration au second semestre (cf. graphique 29). L'importance du secteur des services s'est considérablement accrue au cours des dernières décennies et sa contribution à l'économie de la zone euro devrait encore se renforcer dans les prochaines années. L'encadré 5 décrit la ventilation sectorielle de la croissance dans la zone euro et fournit une analyse plus détaillée de l'évolution dans le secteur des services.

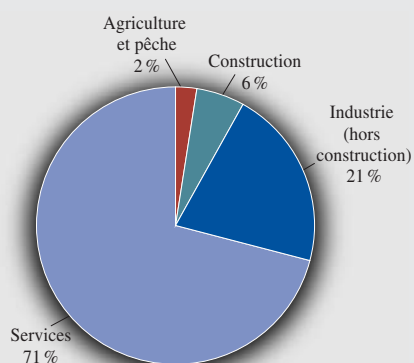
Encadré 5

LA VENTILATION SECTORIELLE DE LA CROISSANCE DANS LA ZONE EURO

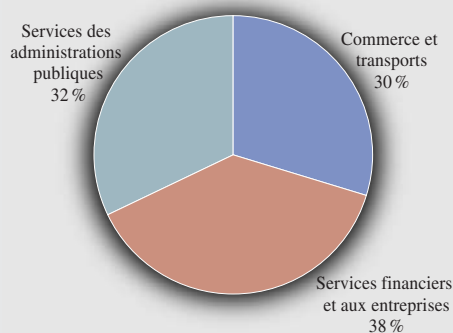
Cet encadré présente une vue d'ensemble de la structure sectorielle de l'économie de la zone euro et des changements observés à cet égard au cours des dernières années. Il traite également, sur cette même période, des contributions des principaux secteurs économiques à la croissance de la valeur ajoutée dans la zone euro et de la volatilité sectorielle de cette dernière et cherche à déterminer si la relative faiblesse de la reprise actuelle par rapport à des phases antérieures de redressement est liée à des évolutions touchant des secteurs particuliers.

La ventilation sectorielle de la valeur ajoutée souligne le rôle de premier plan des services dans la zone euro (cf. graphique A) : avec une part de 70 % environ, ils constituent, et de loin, le principal secteur économique de la zone. Le secteur industriel, qui comprend essentiellement l'industrie manufacturière (mais également les industries minières et extractives, la production et la distribution d'électricité, de gaz et d'eau), entre pour 20 % environ dans la valeur ajoutée

Graphique A Ventilation de la valeur ajoutée brute en volume ¹⁾



Graphique B Ventilation de la valeur ajoutée brute en volume des services ¹⁾



Source : Eurostat

1) Les pondérations correspondent à l'année 2005.

de la zone euro. La construction et l'agriculture représentent, respectivement, 6 % et 2 % seulement de la valeur ajoutée.

Le secteur des services fait lui-même généralement l'objet d'une décomposition en trois grandes catégories, de tailles comparables : commerce et transports, services financiers et aux entreprises, et un secteur comprenant principalement les services des administrations publiques (cf. graphique B). Bien que cette ventilation ne permette pas d'établir une distinction stricte entre services du secteur privé et du secteur public, les catégories comprenant le commerce et les transports ainsi que les services financiers et aux entreprises sont généralement qualifiées de services marchands.

En ligne avec les tendances observées généralement dans les économies développées, la zone euro a connu des changements structurels significatifs. En effet, les services ont fortement gagné en importance, alors que la part de l'industrie s'est constamment inscrite en recul. Depuis 1996, par exemple, la part du secteur des services dans la valeur ajoutée totale s'est accrue de quelque 3 points de pourcentage, alors que celle du secteur industriel a diminué de 2 points de pourcentage. Un certain nombre de facteurs peuvent expliquer la progression de la part du secteur des services, notamment une réorientation de la demande de consommation vers les services liée à la hausse du revenu, la libéralisation du secteur des services et la croissance du taux d'activité féminin, qui s'est traduite par un transfert des ménages aux activités de services marchands.

Les évolutions de la part de la valeur ajoutée des différents secteurs de la zone euro reflètent d'importants écarts de croissance sectorielle. En ce qui concerne les services aux entreprises, l'externalisation de certaines activités des entreprises du secteur industriel peut également expliquer en partie l'augmentation de la valeur ajoutée constatée dans le secteur des services. Cette évolution renforce également les liens entre ces deux secteurs. Le tableau montre qu'en moyenne, depuis le début des années quatre-vingt-dix, la valeur ajoutée brute en volume a progressé de 0,5 % en glissement trimestriel. Dans les services, elle a augmenté au même rythme, sous l'effet notamment de la progression enregistrée pour les services marchands. Dans l'industrie (hors construction) la hausse est ressortie à 0,3 %, en moyenne, la construction

Évolutions sectorielles de la valeur ajoutée brute en volume de la zone euro

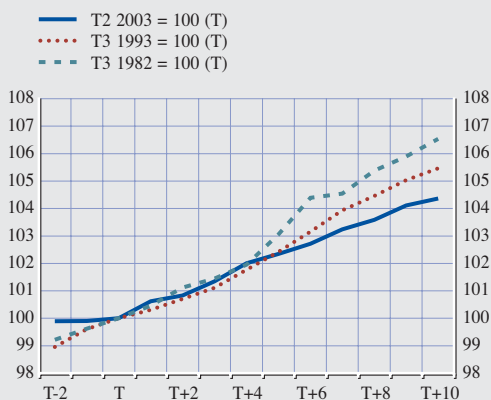
(moyennes au cours des périodes respectives)

	Croissance trimestrielle (en pourcentage) (1991 à 2005)	Écart type (en glissement trimestriel) (1991 à 2005)	Contributions à la croissance trimestrielle (en points de pourcentage) (1996 à 2005)	Contributions moyennes en valeur absolue à la variation de la croissance trimestrielle (en points de pourcentage) (1996 à 2005)
Services	0,6	0,3	0,4	0,2
Commerce et transports	0,5	0,6	0,1	0,1
Services financiers et aux entreprises	0,7	0,4	0,2	0,1
Services des administrations publiques	0,4	0,3	0,1	0,0
Industrie (hors construction)	0,3	1,0	0,1	0,2
Construction	0,1	1,7	0,0	0,1
Agriculture	0,4	1,6	0,0	0,0
Total	0,5	0,4	0,5	-

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

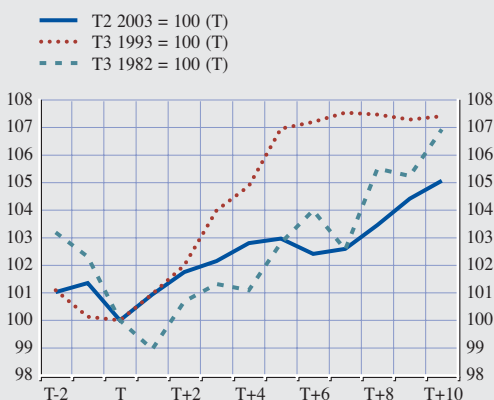
Graphique C Valeur ajoutée dans le secteur des services de la zone euro

(indice, T = 100)



Graphique D Valeur ajoutée dans le secteur industriel de la zone euro

(indice, T = 100)



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

Note : La reprise commence à T+1, le trimestre T correspondant au point bas, selon la définition du comité pour l'évaluation des cycles économiques (*Business Cycle Dating Committee*) du Centre for Economic Policy Research (CEPR) (cf. <http://www.cepr.org/data/Dating>), sauf en ce qui concerne la dernière reprise, recensée sur la base du profil de la croissance trimestrielle du PIB en volume.

enregistrant le taux de croissance le plus faible, avec 0,1 % seulement. En raison de sa taille et de ses performances, le secteur des services a apporté la principale contribution à la progression de la valeur ajoutée dans la zone euro. En moyenne, depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, la contribution des services à la croissance de la valeur ajoutée est ressortie à 0,4 point de pourcentage, contre une contribution moyenne du secteur industriel de 0,1 point de pourcentage seulement.

D'importantes différences entre secteurs sont également constatées en ce qui concerne la volatilité de la croissance de la valeur ajoutée. La progression de la valeur ajoutée dans les services affiche une volatilité beaucoup plus faible que celle des autres secteurs (en termes d'écart type). Quoi qu'il en soit, en raison de sa taille, le secteur des services a contribué, en moyenne, autant que le secteur industriel à la volatilité de la croissance de la valeur ajoutée depuis le milieu des années quatre-vingt-dix.

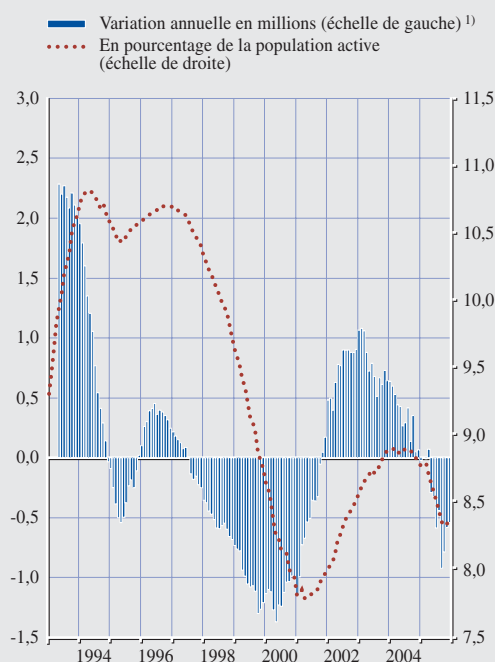
Compte tenu de l'hétérogénéité des performances des principaux secteurs de la zone euro en matière de croissance moyenne de la valeur ajoutée, il y a lieu de se demander dans quelle mesure les évolutions sectorielles peuvent avoir contribué à la relative faiblesse de la reprise actuelle, placée dans une perspective historique. La reprise qui s'est amorcée au second semestre 2003 s'est essoufflée au cours de sa deuxième année avant de se renforcer au troisième trimestre 2005. Les graphiques C et D comparent les évolutions dans les secteurs industriel et des services au cours de la reprise actuelle avec celles observées lors des deux précédentes phases de redressement. Ils montrent que la relative faiblesse constatée pendant la deuxième année de la reprise actuelle n'était pas due à la faiblesse de l'activité dans un secteur particulier. En fait, l'évolution des performances relatives tant dans l'industrie que dans les services a suivi celle du PIB global. Dans ces deux secteurs, il n'est pas apparu de nettes divergences, au cours de la première année de la reprise actuelle, par rapport aux évolutions moyennes enregistrées lors des deux reprises précédentes. Toutefois, durant la deuxième année, la croissance de la valeur ajoutée dans les deux secteurs a été inférieure à la moyenne observée lors des deux phases

précédentes de redémarrage de l'activité. De plus, il ressort des graphiques que les évolutions du secteur industriel sont de nature beaucoup plus volatile que celles du secteur des services. Un certain nombre de facteurs pourraient avoir contribué à la relative faiblesse de la croissance de la valeur ajoutée au cours de la deuxième année de la reprise, notamment la modération de la croissance tendancielle, les chocs ayant affecté le taux de change de l'euro et les cours du pétrole, ainsi que les incertitudes relatives aux réformes en cours dans certaines économies de la zone euro (cf. l'encadré 5 intitulé *Analyse de la reprise économique en cours dans la zone euro dans une perspective historique* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2005).

Dans l'ensemble, la ventilation sectorielle de la croissance de la valeur ajoutée dans la zone euro met en évidence l'importance des services, qui constituent, de loin, le plus grand secteur économique de la zone. Ce secteur s'est considérablement développé au cours des dernières décennies, processus qui va très probablement se poursuivre, et contribue désormais autant que le secteur industriel à la volatilité globale de la croissance de la valeur ajoutée. Par conséquent, en comparaison avec les précédentes phases de reprise, la modération de la croissance lors de la deuxième année de la reprise actuelle, c'est-à-dire entre mi-2004 et mi-2005, a été largement répartie entre les principaux secteurs de la zone euro.

Graphique 30 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat

Note : Sur l'ensemble de la période, les données couvrent les 12 pays de la zone euro.

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

Diverses mesures de dispersion indiquent que la divergence des taux de croissance du PIB en volume entre les pays de la zone euro est demeurée pratiquement inchangée en 2005. Sous l'effet notamment du ralentissement de la croissance économique mondiale et du commerce international ainsi que du renchérissement du pétrole, la progression annuelle moyenne du PIB en volume a fléchi ou est demeurée quasiment inchangée dans l'ensemble des pays de la zone euro en 2005 par rapport à l'année précédente, excepté en Espagne où elle s'est légèrement renforcée, demeurant relativement soutenue.

POURSUITE DE L'AMÉLIORATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

L'emploi a progressé tout au long de l'année à un rythme analogue à celui observé en 2004 (cf. tableau 4). Au niveau sectoriel, il a fortement augmenté dans les services et la construction tout en continuant à diminuer dans l'industrie (hors construction) et dans l'agriculture. Les indicateurs d'enquêtes relatifs aux perspectives d'emploi tant dans les services que dans le secteur industriel ont également fortement augmenté vers la fin de l'année. Compte tenu de la morosité de l'activité économique en 2005, l'incidence des récentes mesures favorisant le

Tableau 4 Évolutions du marché du travail

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

	2003	2004	2005	2003 T3	2003 T4	2004 T1	2004 T2	2004 T3	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4
Population active	0,8	0,9	.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	.
Emploi	0,3	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	.
Agriculture ¹⁾	-2,2	-1,0	.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,7	.
Industrie ²⁾	-1,1	-0,9	.	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	.
– hors construction	-1,5	-1,6	.	-0,5	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1	.
– construction	0,0	0,8	.	-0,4	0,1	0,1	0,5	1,1	-0,3	-0,0	0,3	0,4	.
Services ³⁾	0,9	1,4	.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	.
Taux de chômage⁴⁾													
Total	8,7	8,9	8,6	8,7	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3
Moins de 25 ans	17,6	17,9	17,7	17,6	18,1	17,9	18,1	17,9	18,0	18,3	17,6	17,2	17,5
25 ans et plus	7,5	7,6	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

3) Hors organisations et organismes extraterritoriaux

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

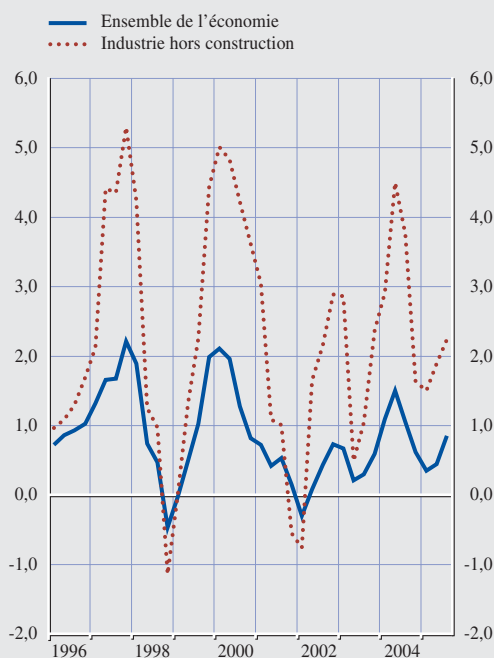
développement du travail à temps partiel et du travail indépendant joue probablement un rôle essentiel.

Le taux de chômage dans la zone euro a enregistré un recul régulier en 2005, revenant à 8,3 % en fin d'année (cf. graphique 30). Pour la tranche d'âge des moins de 25 ans, il a fortement diminué. Après la hausse du taux de chômage n'accroissant pas l'inflation (NAIRU), enregistrée depuis les années soixante-dix jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix et reflétant largement des chocs défavorables ainsi que la rigidité des dispositifs institutionnels régissant le marché du travail dans la plupart des pays de la zone euro, les estimations relatives à cette mesure du chômage ont été revues légèrement à la baisse ces dix dernières années⁹. Cette évolution a essentiellement été attribuée à l'incidence des réformes du marché du travail dans certains pays de la zone euro (cf. l'encadré 6 pour de plus amples détails). Si plusieurs pays ont accompli des progrès significatifs en matière de flexibilité du marché du travail, nombre d'entre eux doivent entreprendre des réformes plus ambitieuses. Seul un engagement

plus résolu à mettre en œuvre des réformes structurelles sur le marché du travail permettra d'abaisser de façon significative les taux de

Graphique 31 Productivité du travail

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat

9 Cf. également l'encadré intitulé *Perspective à plus long terme pour le chômage structurel dans la zone euro* du Bulletin mensuel de la BCE d'août 2005

chômage dans les années à venir, sans compromettre la stabilité des prix.

La croissance de la productivité du travail est restée modérée en 2005 (cf. graphique 31). Dans le secteur industriel (hors construction), elle est demeurée supérieure au niveau enregistré pour l'ensemble de l'économie. La hausse de la productivité dans la zone euro a été décevante ces dernières années. Elle a reculé par rapport aux années quatre-vingt-dix, où elle était supérieure à 2 %, pour s'établir dernièrement à un peu plus de 1 %. Cette évolution est imputable en partie à un niveau d'emploi plus élevé, mais elle reflète également un recours insuffisant aux nouvelles technologies génératrices de gains de productivité. La ventilation de la croissance de la productivité du travail au cours des dernières années fait également apparaître le rôle que joue la moindre qualité du facteur travail dans les évolutions de la

productivité¹⁰. Selon certaines données empiriques, les médiocres performances des pays européens en matière de productivité seraient à relier au manque de concurrence ainsi qu'à la législation relative à la protection de l'emploi¹¹. Pour l'avenir, cela tend à indiquer que les politiques relatives au capital humain devraient avoir comme objectif d'améliorer le niveau de formation au sortir du système éducatif et de développer la formation professionnelle. En outre, il est, à l'évidence, nécessaire de définir des politiques économiques qui stimulent l'innovation et favorisent l'utilisation de technologies génératrices de gains de productivité.

10 Cf. G. Schwerdt et J. Turunen, *Growth in euro area labour quality*, document de travail de la BCE n° 575, janvier 2006

11 Cf. G. Nicoletti et S. Scarpetta, *Réglementation et performance économique : réformes du marché des biens et productivité dans la zone OCDE*, document de travail n° 460 du Département des affaires économiques de l'OCDE, novembre 2005

Encadré 6

LES PROGRÈS DES RÉFORMES STRUCTURELLES SUR LES MARCHÉS DE PRODUITS ET DU TRAVAIL DE LA ZONE EURO

Compte tenu du renforcement de la concurrence, de la rapidité des changements technologiques et du vieillissement de la population, les pays européens doivent relever de nouveaux défis et saisir les opportunités qui en résulteront. S'agissant des marchés du travail et des produits, ces défis incluent le renforcement de la flexibilité du marché du travail, l'amélioration des qualifications de la main-d'œuvre, l'achèvement du marché unique (y compris des services), la promotion de l'innovation et l'amélioration de l'environnement économique global. Des réformes structurelles sont nécessaires pour élever le potentiel de croissance économique de l'Europe, favoriser la création d'emplois, faciliter l'ajustement et renforcer la capacité de résistance aux chocs.

En réponse à ces défis, le Conseil européen du printemps 2005 a décidé que la Commission, le Conseil et les États membres devaient relancer la stratégie de Lisbonne (le programme de réformes ambitieux lancé en mars 2000) en remettant l'accent sur la croissance à long terme et l'emploi¹. Dans ce contexte, et sur proposition de la Commission, le Conseil Ecofin a adopté en 2005 les « Lignes directrices intégrées pour la croissance et l'emploi », couvrant à la fois les Grandes orientations des politiques économiques et les nouvelles Lignes directrices pour l'emploi, pour une période de trois ans (2005-2008). Ces lignes directrices pour les politiques économiques et de l'emploi appellent notamment des réformes structurelles pour améliorer le fonctionnement des marchés du travail et des biens dans l'UE. Sur la base des Lignes directrices

1 Cf. l'article intitulé *La stratégie de Lisbonne – bilan cinq ans après* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juillet 2005

intégrées, les États membres ont élaboré leurs programmes nationaux de réforme, formalisant les réformes structurelles qu'ils envisagent pour la période 2005-2008 (cf. la section 1 du chapitre 4). Un programme communautaire de Lisbonne a été adopté en parallèle par la Commission en juillet 2005 pour compléter les programmes nationaux par des mesures devant être prises au niveau européen.

L'amélioration de la performance des marchés du travail constitue l'une des priorités les plus importantes des programmes nationaux de réformes. Avec 20 millions de personnes encore sans emploi dans l'UE, les progrès réalisés s'agissant du relèvement des taux d'emploi et de la réduction des taux de chômage ont jusqu'à présent été lents. Même si les États membres ont annoncé de nombreuses réformes pour améliorer l'efficacité du marché du travail, il semble que des mesures plus urgentes soient nécessaires pour atteindre les objectifs de la stratégie de Lisbonne en matière d'emploi. En particulier, les taux d'activité et d'emploi des femmes, des moins de 25 ans et des plus de 55 ans doivent augmenter. Dans ce contexte, en 2005, les États membres ont axé leurs politiques de marché du travail essentiellement sur l'offre de travail par le biais de mesures incitatives visant à faire entrer davantage de personnes sur le marché du travail. La plupart des mesures ont porté sur la fiscalité du travail, des politiques actives du marché du travail et les allocations chômage et les prestations sociales. La plupart des mesures dans le domaine de la fiscalité du travail étaient destinées à alléger la charge fiscale pesant sur ce facteur afin de stimuler l'emploi en abaissant les coûts de main-d'œuvre. S'agissant des politiques actives du marché du travail, plusieurs pays ont restructuré leurs services publics pour l'emploi. Dans le domaine des allocations chômage et des prestations sociales, diverses mesures ont été prises visant à des interventions plus ciblées, des contrôles plus stricts et des conditions d'éligibilité plus strictes. Certains pays de l'UE ont jusqu'ici fait état d'effets globalement positifs sur leurs marchés du travail de l'ouverture de leurs frontières aux flux migratoires en provenance des nouveaux États membres. Parallèlement, peu de réformes ont été engagées s'agissant des dispositifs de préretraite.

L'Europe risque également de perdre du terrain si l'environnement économique ne s'améliore pas en termes de concurrence et de réglementation. Les marchés des produits, des services et de l'énergie, y compris les industries de réseau, ne sont pas encore totalement compétitifs. De façon générale, le processus d'amélioration de la réglementation au niveau national et de l'UE s'est accéléré. S'agissant des services, la mise en œuvre de la directive sur le marché intérieur des services constitue une étape importante vers l'achèvement du marché intérieur. Toutefois, de nouvelles mesures sont nécessaires pour supprimer les barrières à l'entrée et assurer un bon fonctionnement des marchés, y compris des industries de réseau.

Les réformes des marchés du travail et des biens doivent être complétées par des réformes créant les conditions propices au développement des connaissances et à l'innovation. Or, en termes de dépenses de recherche-développement, l'UE est mal positionnée au niveau international. Les dépenses ont plus ou moins stagné depuis 2001, aux alentours de 1,9 % du PIB. Ce chiffre est bien inférieur à l'objectif de Lisbonne de 3 %. Tandis que dans leurs programmes nationaux, de nombreux États membres prévoient une hausse significative des dépenses globales de recherche-développement d'ici 2010, à moyen et long termes des efforts supplémentaires sont nécessaires pour promouvoir les dépenses privées dans ce domaine. S'agissant de l'éducation et de la formation, une attention accrue doit être portée à ce domaine pour que les objectifs de la stratégie de Lisbonne en matière de qualité de la main-d'œuvre soient respectés.

En résumé, de nouveaux progrès en matière de réformes structurelles ont été accomplis en 2005. Les mesures engagées dans le contexte de la relance de la stratégie de Lisbonne, conformément au Programme communautaire de Lisbonne et aux programmes nationaux de réforme, constituent de nouvelles initiatives allant dans la bonne direction. Sur la base de ces programmes, le rythme global des réformes doit être renforcé.

2.5 LES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES DÉCEVANTES EN 2005

En 2005, les évolutions budgétaires dans la zone euro ont marqué très peu de progrès vers une situation saine en matière de finances publiques. Selon les dernières données disponibles, issues des programmes de stabilité actualisés des États membres, le déficit de la zone euro s'est légèrement réduit pour revenir à 2,5 % du PIB, ce qui n'a pas été suffisant pour empêcher une nouvelle hausse du ratio moyen dette publique/PIB (cf. tableau 5). Les résultats estimés pour 2005 sont principalement liés à un léger resserrement budgétaire dans un contexte de croissance économique modérée.

Plusieurs pays n'ont pas atteint les objectifs budgétaires fixés dans les programmes de stabilité actualisés qui avaient été présentés fin 2004 et au premier semestre 2005. Les résultats attendus ont manqué les objectifs à hauteur de 0,2 point de pourcentage du PIB en moyenne, en raison notamment d'une croissance économique plus faible que prévu mais aussi d'insuffisances en matière d'assainissement des finances publiques et d'un dérapage des dépenses dans certains pays. D'après les estimations, l'insuffisance de l'ajustement budgétaire a été particulièrement prononcée dans les pays affichant déjà un déficit important. La détérioration des situations budgétaires en 2005 ressort également de l'accroissement du nombre de pays affichant des ratios de déficit supérieurs à la valeur de référence de 3 % du PIB par rapport aux programmes de stabilité actualisés pour 2004. Quatre pays (Allemagne, Grèce, Italie et Portugal) devraient avoir dépassé ce seuil, selon les estimations, alors que les programmes de stabilité avaient initialement prévu qu'ils ne

seraient que deux dans ce cas. À l'exception du Portugal, où des mesures temporaires significatives ont été mises en œuvre pour maintenir le déficit à 3 % du PIB ou en deçà entre 2002 et 2004, ces pays ont affiché des déficits supérieurs à la valeur de référence durant la plus grande partie de la période écoulée depuis l'introduction de l'euro en 1999. En Allemagne, le ratio de déficit devrait atteindre 3,3 % du PIB en 2005 et en France, il devrait s'inscrire à 3,0 %. C'est donc la quatrième année consécutive que l'Allemagne enregistre un déficit supérieur à 3 % du PIB. À la suite de révisions statistiques importantes intervenues en 2004, il est apparu que, selon la méthodologie du SEC 95, la Grèce présentait des déficits supérieurs à la valeur de référence depuis 1997, avec un déficit pour 2005 estimé à 4,3 % du PIB. L'Italie a également dépassé nettement la valeur de référence en 2005, le ratio de déficit étant estimé à 4,3 % du PIB. Le Portugal a pratiquement doublé son déficit par rapport à 2004, celui-ci atteignant 6 % du PIB après la suspension de l'important dispositif de mesures temporaires.

Les résultats pour l'ensemble de la zone euro font état d'une orientation budgétaire légèrement restrictive. La progression estimée du PIB en volume a été inférieure à son niveau potentiel, traduisant l'incidence négative du cycle économique sur les évolutions budgétaires. Les charges d'intérêts sont demeurées stables, en raison du niveau historiquement bas des taux d'intérêt et d'un environnement financier favorable.

Si les besoins en termes d'assainissement des finances publiques ont fortement varié au sein de la zone euro, les soldes corrigés du cycle se situant, selon les estimations, entre un excédent

Tableau 5 Situations budgétaires dans la zone euro

(en pourcentage du PIB)

Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques				Programmes de stabilité actualisés pour 2005
	2002	2003	2004	
Zone euro	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5
Belgique	0,0	0,1	0,0	0,0
Allemagne	-3,8	-4,1	-3,7	-3,3
Grèce	-4,9	-5,7	-6,6	-4,3
Espagne	-0,3	0,0	-0,1	1,0
France	-3,3	-4,1	-3,7	-3,0
Irlande	-0,6	0,2	1,4	0,3
Italie	-2,7	-3,2	-3,2	-4,3
Luxembourg	2,1	0,2	-1,2	-2,3
Pays-Bas	-2,0	-3,2	-2,1	-1,2
Autriche	-0,4	-1,2	-1,0	-1,9
Portugal	-2,8	-2,9	-3,0	-6,0
Finlande	4,3	2,5	2,1	1,8

Dette brute des administrations publiques				Programmes de stabilité actualisés pour 2005
	2002	2003	2004	
Zone euro	69,2	70,4	70,8	71,0
Belgique	105,8	100,4	96,2	94,3
Allemagne	61,2	64,8	66,4	67,5
Grèce	111,6	108,8	109,3	107,9
Espagne	53,2	49,4	46,9	43,1
France	58,8	63,2	65,1	65,8
Irlande	32,4	31,5	29,8	28,0
Italie	108,3	106,8	106,5	108,5
Luxembourg	6,8	6,7	6,6	6,4
Pays-Bas	51,3	52,6	53,1	54,4
Autriche	66,7	65,1	64,3	63,4
Portugal	56,1	57,7	59,4	65,5
Finlande	42,3	45,2	45,1	42,7

Sources : Commission européenne (pour la période 2002-2004), programmes de stabilité actualisés 2005-2006 (pour 2005) et calculs de la BCE

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

de l'ordre de 2,5 % du PIB et un déficit de quelque 5 % du PIB environ, les améliorations structurelles de la position budgétaire n'ont toujours pas atteint le niveau requis dans un certain nombre de pays. Les mesures temporaires de réduction du déficit et leurs effets ponctuels perturbent quelque peu ce tableau, quoique de façon moins prononcée qu'au cours des années précédentes, et n'ont pas, par définition, entraîné d'amélioration durable. Sur l'ensemble de la zone euro, les dépenses comme les recettes publiques devraient avoir légèrement augmenté en pourcentage du PIB. L'allègement de la fiscalité directe et des cotisations sociales a globalement compensé les restrictions limitées des dépenses

et l'augmentation de la fiscalité indirecte constatées en 2005.

Le ratio dette publique/PIB de la zone euro devrait avoir progressé pour la troisième année de suite en 2005, et s'établir à 71,0 % du PIB. Cette hausse résulte du faible niveau du ratio d'excédent primaire, d'un rythme de croissance économique inférieur au taux d'intérêt implicite moyen versé sur la dette publique et, dans certains cas, d'ajustements flux/stock ayant pour effet d'accroître la dette. La majorité des pays de la zone euro ont enregistré un ratio de dette publique supérieur à la valeur de référence de 60 % du PIB. Dans de nombreux cas, ce ratio a continué d'augmenter. L'Italie présente le ratio

de dette publique le plus élevé, avec 108,5 % du PIB selon les estimations. En Grèce, ce ratio n'a diminué que de façon marginale, demeurant supérieur à 100 % du PIB en 2005. Trois autres pays (Allemagne, France et Portugal), qui affichent une dette publique supérieure à la valeur de référence de 60 % du PIB, n'ont sans doute pas réduit ce ratio. La Belgique devrait avoir enregistré de nouveau un budget en équilibre en 2005, en partie sous l'effet de

mesures temporaires, mais le processus de réduction de son ratio de dette publique s'est considérablement ralenti en raison d'importants ajustements dette-déficit. La persistance de déséquilibres budgétaires significatifs et le caractère défavorable de la dynamique de la dette dans la zone euro se sont également reflétés dans le volume des émissions de titres de créance des administrations publiques (cf. encadré 7).

Encadré 7

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

Les émissions de titres de créance par les administrations publiques sont restées soutenues en 2005, les besoins de financement des déficits budgétaires ayant augmenté. En 1999, au début de la phase III de l'UEM, la plupart des pays de la zone euro étant en situation de faible déséquilibre, voire d'excédent, ces besoins étaient alors limités. En revanche, à partir de 2000, les soldes budgétaires ont commencé à se détériorer, partiellement en raison de la dégradation de la situation économique, et les besoins bruts de financement de la zone euro se sont accrues en conséquence. Cette évolution est reflétée tant par l'accroissement du ratio dette publique/PIB que par le renforcement du rythme annuel de progression des émissions de titres de créance par le secteur des administrations publiques de la zone euro. Ce rythme s'est établi en moyenne à 4,5 % environ au cours des quatre dernières années (cf. tableau A).

Une analyse de la structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques révèle que ces émissions sont majoritairement le fait des administrations centrales, qui représentaient 93,8 % des encours de titres de créance en décembre 2005, contre 6,2 % pour les autres administrations publiques. Ces dernières sont toutefois devenues plus actives. Entre 1998 et 2005, la part des titres de créance émis par les administrations centrales a régulièrement diminué, tandis que celle des émissions des autres administrations publiques a doublé (cf. tableau B).

Les pays ont continué de suivre une orientation à long terme en matière de gestion de leur dette. Le bas niveau des taux d'intérêt a constitué un facteur important de la plus forte attractivité de l'émission de titres de créance à long terme pour les administrations publiques. De fait, la dette

Tableau A Taux de croissance annuels des titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro

(en pourcentage ; données de fin de période)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total administrations publiques	4,3	3,6	2,5	2,7	4,1	4,7	5,0	4,1
Long terme	6,3	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,8
Taux fixe			5,1	5,2	3,9	5,0	6,1	4,7
Taux variable			-4,0	-16,2	-9,4	-5,5	5,1	9,3
Court terme	-10,5	-16,0	-7,1	8,8	19,1	13,4	-1,3	-3,3

Source : BCE.

Tableau B Structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro

(en pourcentage du total des titres de créance émis par les administrations publiques ; données de fin de période)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Administrations centrales	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,8
<i>Titres à long terme</i>	87,5	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	86,0	86,2
<i>Titres à court terme</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3	7,6
Autres administrations publiques	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,2
<i>Titres à long terme</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,1
<i>Titres à court terme</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total administrations publiques								
<i>Long terme</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6	92,3
Taux fixe	75,9	79,2	81,1	82,5	82,0	82,2	82,8	83,4
Taux variable	11,9	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,7	7,9
<i>Court terme</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4	7,7
Total administrations publiques en milliards d'euros	3 314,6	3 450,7	3 547,6	3 765,7	3 940,2	4 142,0	4 370,5	4 588,3

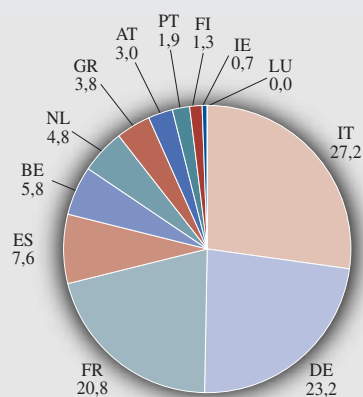
Source : BCE

à long terme représentait 92,3 % des encours de titres de créance à fin 2005, contre seulement 7,7 % pour les titres à court terme. Cette situation est aussi attestée par le taux de croissance négatif des émissions nettes de titres de créance à court terme en 2005. Le rythme de progression annuel des titres de créance à long terme s'est inscrit en léger recul, revenant de 5,7 % en 2004 à 4,8 % en 2005.

Le tableau B montre que la grande majorité des titres de créance à long terme émis par les administrations publiques sont assortis d'un taux fixe. Au fil du temps, la part des émissions à long terme à taux variable a nettement diminué, s'établissant à 7,9 % en décembre 2005 contre 11,9 % en 1998. Cette évolution s'explique par la baisse progressive, vers la fin des années quatre-vingt-dix, de la prime de terme versée par certains États pour les titres à long terme assortis d'un taux fixe, dans un contexte de stabilité des prix. Néanmoins, la part des titres de créance à taux variable a légèrement progressé en 2005, passant à 7,9 % après 7,7 % en 2004. L'Italie, où la part de ces titres s'établit à 21 %, est le seul pays à se situer nettement au-dessus

Graphique A Encours de titres de créance des administrations publiques de la zone euro par pays émetteur en 2005

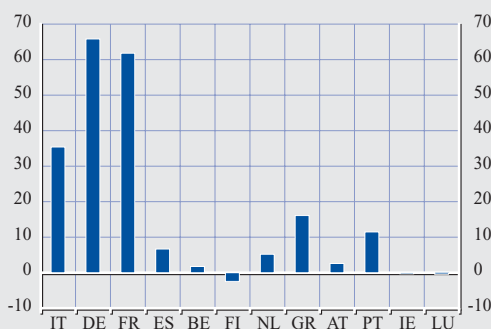
(en pourcentage ; données de fin de période)



Source : BCE

Graphique B Émissions nettes de titres de créance des administrations publiques de la zone euro par pays émetteur en 2005

(montants en milliards d'euros ; moyennes sur la période)



Source : BCE

de la moyenne de la zone euro, malgré la baisse sensible observée depuis 1998. Dans la zone euro, le taux de progression des titres à long terme à taux variable s'est renforcé pour s'inscrire à 9,3 % en 2005, reflétant les évolutions comparables de l'activité d'émission de titres de créance par les autres acteurs du marché, tels que les IFM (cf. la section 2.2 de ce chapitre). Cette augmentation est peut-être liée à l'incidence positive du très bas niveau des taux d'intérêt à court terme sur les titres à taux variable (cf. tableau A).

Dans l'ensemble, les récentes évolutions de la structure de financement des administrations publiques reflètent le fait que les stratégies nationales de gestion de la dette ont bénéficié des conditions de marché favorables liées à l'adoption, au cours des dix dernières années, de politiques plus nettement axées sur la stabilité. L'avantage le plus évident pour le grand public réside dans la nette diminution de la part du budget de l'État consacrée au service de la dette.

Si l'on considère l'encours total des titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro (cf. graphique A), l'Italie constitue, et de loin, le principal émetteur, avec 27,2 % du montant total en décembre 2005. Suivent l'Allemagne et la France, qui représentent, respectivement, 23,2 % et 20,8 % du total. Les administrations publiques de ces trois pays concourent à plus des deux tiers de la dette souveraine de la zone euro. Si l'on compare les montants des émissions nettes en 2005, c'est l'Allemagne qui représente la part la plus importante, avec 65,8 milliards d'euros, devant la France et l'Italie, avec respectivement 61,8 milliards et 35,4 milliards (cf. graphique B).

PERSPECTIVES POUR LES FINANCES PUBLIQUES EN 2006

Les dernières mises à jour des programmes de stabilité indiquent que les objectifs fixés reposent sur des efforts d'assainissement qui sont, dans la plupart des cas, globalement conformes au Pacte de stabilité et de croissance révisé. Cependant, tout comme les années précédentes, de nombreux gouvernements n'ont pas mis en place des programmes suffisamment concrets ou crédibles pour corriger de manière exhaustive leurs déséquilibres budgétaires. On dénote une certaine volonté de maîtrise des dépenses, qui devrait néanmoins être contrebalancée par des réductions d'impôts, ce qui aurait pour résultat de réduire simultanément les recettes et les dépenses publiques. Par conséquent, il est à craindre que, une fois encore, la plupart des pays ne réaliseront pas tous les efforts nécessaires pour contenir leur déficit budgétaire et ne mettront pas en œuvre des réformes structurelles d'envergure suffisante. Pour 2006, les programmes de stabilité font état d'un recul modéré du déficit moyen de la zone euro de

0,2 point de pourcentage, à 2,3 % du PIB, tandis que la croissance économique devrait être proche de son potentiel. Dans ce cas, le cycle économique aurait un effet neutre sur les évolutions budgétaires en 2006 et les charges d'intérêts diminueraient légèrement au niveau de la zone euro. Le ratio moyen de la dette demeurerait globalement stable, à un niveau proche de 71 % du PIB.

Parmi les pays affichant un déficit excessif, la Grèce a pour objectif de ramener son déficit en deçà du seuil de 3 % du PIB en 2006, tandis que l'Allemagne et l'Italie n'envisagent d'y parvenir qu'en 2007 et que le Portugal entend corriger son déficit excessif en 2008. Si ces pays, auxquels s'ajoute la France, ne prévoient d'atteindre des positions budgétaires conformes à leurs objectifs de moyen terme qu'au-delà de l'horizon couvert par leur programme, tous les autres y parviendront néanmoins au plus tard en 2008.

NÉCESSITÉ D'UN REVIREMENT STRATÉGIQUE DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Les évolutions budgétaires passées et les perspectives dans ce domaine, telles que recensées par la Commission européenne et définies dans les programmes de stabilité actualisés, soulèvent un certain nombre de défis importants.

En premier lieu, l'assainissement budgétaire doit constituer une priorité. Le nombre de pays connaissant de graves déséquilibres budgétaires est particulièrement préoccupant. L'amélioration des perspectives de croissance offre aux pays une excellente occasion de progresser sur la voie de la correction de leurs déficits excessifs et de la mise en place de finances publiques saines. Cependant, il apparaît que, à défaut de mesures supplémentaires, un certain nombre de pays risquent de ne pas se montrer à la hauteur de leurs engagements en matière d'assainissement. Une telle situation doit être évitée, notamment afin de restaurer la crédibilité du Pacte de stabilité et de croissance révisé. Le cadre budgétaire européen constitue un pilier essentiel de l'UEM, permettant l'ancrage des anticipations en matière de discipline budgétaire et contribuant ainsi à la croissance, à la stabilité et à la cohésion au sein de la zone euro.

En deuxième lieu, conformément à la logique économique, le Pacte révisé met fortement l'accent sur une politique d'assainissement durable des finances publiques plutôt que sur l'adoption de mesures exceptionnelles et temporaires destinées à améliorer la situation budgétaire. Un moindre recours à des mesures de ce type, comme l'ont prévu certains gouvernements, serait donc particulièrement bienvenu. Il est évident que les mesures temporaires peuvent retarder les efforts d'assainissement nécessaires pour relever les défis budgétaires structurels auxquels de nombreux pays de la zone euro doivent faire face. De plus, les gains de court terme résultant de ces mesures risquent d'entraîner par la suite une nouvelle détérioration des finances publiques, ce qui alourdirait la charge pour les générations futures.

En troisième lieu, la plupart des pays de la zone euro manquent clairement d'une vaste stratégie de réformes en faveur de l'emploi et de la croissance. Ces réformes doivent inclure la poursuite de l'assainissement budgétaire. Étant donné que la stratégie de nombre de pays consiste en une réduction de l'imposition effective sur le travail et sur le capital, la clé réside dans le contrôle des dépenses publiques. Les réformes structurelles visant les dépenses sont essentielles pour promouvoir des finances publiques saines et propices à la croissance. Pour favoriser l'investissement, l'innovation et l'emploi, les dépenses doivent être orientées vers des objectifs productifs. Dans le même temps, les mécanismes de contrôle des dépenses nécessiteraient d'être renforcés afin d'éviter un dérapage, qui conduit souvent à une révision à la hausse des objectifs de déficit. Cependant, dans de nombreux cas, il est également indispensable de revoir les engagements des administrations publiques, en vue d'améliorer la qualité des dépenses. Cela permettrait de parvenir à une situation budgétaire saine tout en assurant un financement adéquat des missions essentielles du secteur public.

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

DÉPRÉCIATION DE L'EURO EN 2005

Après sa forte appréciation au cours du dernier trimestre 2004, l'euro s'est replié au premier semestre 2005. Ce recul relativement généralisé a été plus marqué vis-à-vis du dollar des États-Unis et de plusieurs devises asiatiques formellement ou *de facto* ancrées au dollar. Par la suite, tandis que l'euro effaçait ses pertes initiales face au yen, ses variations par rapport à la plupart des autres devises ont été relativement limitées. À fin 2005, il s'était ainsi stabilisé, en termes effectifs nominaux, à environ 6 % en dessous de son niveau du début de l'année (cf. graphique 32).

Après avoir atteint, fin 2004, son plus haut niveau depuis son introduction en 1999, tant en termes effectifs nominaux que contre le dollar,

l'euro a commencé à se déprécier sur fond de modification de la perception du marché concernant les facteurs influant sur les taux de change. Des indications de plus en plus nombreuses témoignaient alors d'une amélioration de l'activité économique aux États-Unis comme au Japon, tandis que les perspectives concernant la zone euro restaient plus moroses. Aux États-Unis, notamment, des données faisant état d'une activité économique soutenue, conjuguées à des signes de renforcement des tensions inflationnistes, ont apparemment détourné l'attention du marché du déficit élevé et persistant des opérations courantes, les opérateurs s'attachant en priorité aux perspectives de hausse des taux d'intérêt dans ce pays et soutenant ainsi la devise américaine. Ce processus ne s'est interrompu que brièvement, entre mi-février et début mars 2005, la devise américaine étant alors soumise à des pressions temporaires en raison de spéculations relatives à une éventuelle diversification des réserves de change par certaines banques centrales. À partir de mi-mars, toutefois, le sentiment du marché concernant le dollar s'est amélioré, tandis que les opérateurs devenaient plus réservés vis-à-vis de l'euro, évolution qui s'est encore accentuée début juin après le rejet, en France et aux Pays-Bas, du Traité établissant une Constitution pour l'Europe. Le recul généralisé du taux de change de l'euro entre mi-mars et fin juillet n'a été que partiellement compensé par son appréciation vis-à-vis des monnaies des quatre plus grands nouveaux États membres de l'UE. Une réduction temporaire de l'appétence pour le risque au niveau mondial semble avoir influencé les décisions d'investissement en Europe centrale et orientale, en particulier entre mi-mars et début juin, avec pour résultat une faiblesse relativement généralisée des devises de cette région.

Au second semestre 2005, les marchés de change ont continué d'être dominés par des facteurs conjoncturels, tandis que les facteurs structurels restaient au second plan. En particulier, l'accroissement du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et les autres

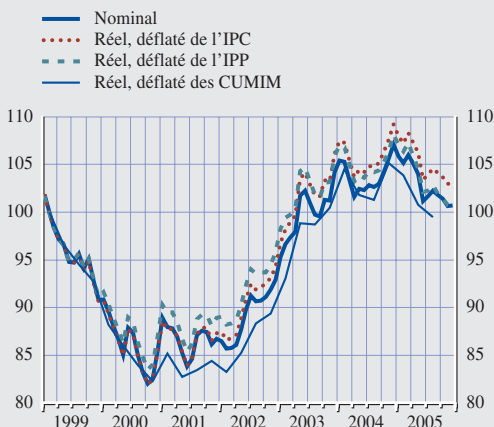
grandes économies semble avoir continué de soutenir le dollar. Cette évolution a également été favorisée par les rapatriements de capitaux détenus à l'étranger par des entreprises américaines dans le cadre du *Homeland Investment Act*¹² et les informations selon lesquelles la demande étrangère d'actifs américains restait dynamique, ce qui a vraisemblablement atténué les inquiétudes du marché quant au financement du déficit courant des États-Unis. Toutefois, les signes d'une amélioration du climat des affaires dans la zone euro ont contrebalancé la vigueur du dollar et, de ce fait, l'euro n'a accusé qu'un léger recul contre la devise américaine entre juillet et fin décembre 2005. L'amélioration des perspectives économiques au Japon n'a apparemment pas suffi à contrebalancer l'incidence négative exercée sur le yen par le renchérissement du pétrole et le creusement de l'écart de rendement entre le Japon et les autres grandes économies. En conséquence, le yen a connu un accès de faiblesse généralisé au second semestre 2005. Le 21 juillet, la Chine a abandonné l'ancrage vis-à-vis du dollar et a adopté un régime de flottement contrôlé référencé à un panier de devises. Cette modification a eu principalement des effets en Asie et ne semble pas avoir exercé d'incidence directe durable sur le taux de change de l'euro.

Le 30 décembre, l'euro s'échangeait à USD 1,20, soit une baisse de quelque 11 % par rapport au début de l'année. En 2005, l'euro s'est également déprécié par rapport à la livre sterling (de 3,9 %), à la couronne norvégienne (de 2,5 %) et aux dollars australien et canadien (respectivement de 7,0 % et 14,4 %). Il a aussi reculé vis-à-vis de certaines devises des nouveaux États membres de l'UE, à savoir le zloty polonais (de 5,4 %) et la couronne tchèque (de 4,7 %). Sur la même période, l'euro est resté quasiment stable vis-à-vis du yen et du franc suisse.

¹² Le *Homeland Investment Act* a ouvert aux entreprises américaines une fenêtre d'un an pour rapatrier les bénéfices accumulés par leurs filiales à l'étranger à un taux d'imposition favorable.

Graphique 32 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro¹⁾

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



Source : BCE

1) Une hausse des indices TCE-23 correspond à une appréciation de l'euro. Les dernières données mensuelles se rapportent à décembre 2005. Dans le cas du taux de change effectif réel (indice TCE-23) déflaté des CUMIM, les dernières données, fondées en partie sur des estimations, se rapportent au troisième trimestre 2005.

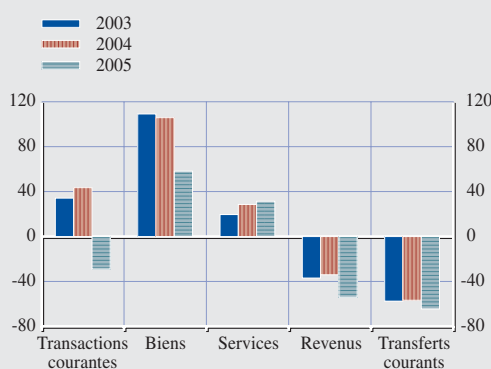
La dépréciation de l'euro par rapport aux devises mentionnées ci-dessus n'a été que partiellement compensée par sa légère appréciation vis-à-vis du forint hongrois et celle, plus marquée, face à la couronne suédoise (de 5,1 %).

En janvier 2006, l'euro a rebondi face à la plupart des principales devises, mais il s'est replié en février. Au cours des deux premiers mois de 2006, les évolutions du taux de change de l'euro semblent avoir été principalement influencées par les anticipations du marché quant à l'orientation future de la politique monétaire, en particulier dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon. Le 24 février 2006, l'euro s'établissait, en termes effectifs nominaux, environ 0,3 % au-dessous de son niveau du début de l'année.

Le taux de change effectif réel de l'euro, calculé à partir d'indices de coûts et de prix, a également reculé en 2005, en liaison avec la baisse du taux de change effectif nominal (cf. graphique 32). Au quatrième trimestre 2005, les indices de taux de change effectif réel de

Graphique 33 Solde du compte de transactions courantes et composantes

(montants en milliards d'euros, données cvs)



Source : BCE

l'euro se sont établis à un niveau légèrement supérieur à celui observé au premier trimestre 1999 et proche de leur moyenne sur les dix dernières années.

DÉGRADATION DU SOLDE DES TRANSACTIONS COURANTES EN 2005, PRINCIPALEMENT EN RAISON DE LA HAUSSE DU COÛT DES IMPORTATIONS DE PÉTROLE

En 2005, le compte de transactions courantes de la zone euro a enregistré un déficit de 29,0 milliards d'euros (soit 0,4 % du PIB), contre un excédent de 43,5 milliards en 2004 (0,6 % du PIB). Ce retournement résulte largement de la détérioration de l'excédent des biens et, dans une moindre mesure, d'un creusement du déficit des revenus, tandis que les soldes des services et des transferts courants sont demeurés globalement inchangés (cf. graphique 33).

La ventilation géographique du compte de transactions courantes de la zone euro, disponible jusqu'au troisième trimestre 2005, montre que la brusque contraction de l'excédent cumulé du compte courant sur douze mois glissants s'achevant en septembre 2005 est

essentiellement imputable à l'augmentation des déficits des échanges de produits pétroliers avec les pays exportateurs de pétrole. Sur la même période, l'excédent vis-à-vis des États-Unis est demeuré globalement inchangé (à 41 milliards d'euros environ), tandis que celui vis-à-vis des autres pays de l'UE a progressé de 14 milliards, principalement en raison d'une augmentation de l'excédent vis-à-vis du Royaume-Uni.

L'excédent des échanges de biens a diminué de 47,6 milliards d'euros en 2005, la croissance des importations en valeur ayant été plus rapide que celle des exportations. Les exportations de biens en valeur ont progressé pratiquement au même rythme qu'en 2004, tandis que la croissance des importations s'est légèrement accélérée. Le déficit des revenus s'est nettement creusé, en particulier vers la fin de l'année, sous l'effet d'une hausse plus importante des dépenses.

Les données du commerce extérieur de marchandises d'Eurostat, qui fournissent un partage volume/prix des exportations et des importations de biens en valeur (ces données sont disponibles jusqu'à novembre 2005), permettent de mieux appréhender l'évolution des échanges de biens. S'agissant de la forte progression des importations de biens en valeur constatée en 2005, elle tient principalement aux produits énergétiques importés, dont l'évolution reflète essentiellement le renchérissement du pétrole. De plus, les volumes importés ont augmenté, tout particulièrement au second semestre 2005. Après être restées stables durant la première partie de l'année 2005, les importations en volume ont augmenté sous l'effet du redressement de la demande finale

totale dans la zone euro, notamment en ce qui concerne les composantes de la dépense à fort contenu en importations, comme l'investissement et les exportations.

En ce qui concerne les exportations, les prix comme les volumes ont contribué à leur progression en valeur en 2005. La hausse des prix à l'exportation est imputable pour partie à l'augmentation des coûts induite par le renchérissement du pétrole. Au cours de l'année, les exportations de biens en volume ont progressé, principalement en raison des évolutions de la demande étrangère adressée à la zone euro. Après la faiblesse observée au premier trimestre, la demande étrangère a fortement progressé durant le reste de l'année, quoique moins rapidement que l'année précédente. En particulier, les exportations vers l'Asie (notamment la Chine) et les nouveaux États membres de l'UE ont enregistré une croissance rapide, reflétant la vigueur de l'activité économique dans ces régions en 2005. Les exportations de la zone euro ont également bénéficié du recyclage des revenus pétroliers par les pays exportateurs de pétrole (cf. encadré 8). Ce sont les exportations de biens d'équipement qui ont enregistré la plus forte progression, tandis que les ventes à l'étranger de biens de consommation ont connu une évolution plus modérée. S'agissant de la compétitivité-prix, les volumes exportés ont pâti au début de l'année des effets décalés de l'appréciation de l'euro, mais la dépréciation enregistrée par la suite peut avoir contribué au dynamisme des exportations en volume, dont le taux de croissance a été supérieur à celui de la demande étrangère aux deuxième et troisième trimestres 2005.

LE RECYCLAGE DE LA RENTE PÉTROLIÈRE ET SON INCIDENCE

Les hausses des cours du pétrole et l'augmentation des volumes de production ont été à l'origine d'une forte progression des recettes pétrolières de la plupart des pays exportateurs d'or noir depuis 2002. Le présent encadré porte principalement sur les recettes d'exportations enregistrées par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et la Communauté des États indépendants (CEI), qui assurent à elles deux 70 % environ des exportations mondiales de pétrole. Dans ces deux groupes de pays, les recettes pétrolières sont, d'après les estimations, passées de 250 milliards en 2002 à quelque 630 milliards de dollars en 2005 (cf. graphique A). Cet encadré analyse les effets induits par la hausse des recettes pétrolières, c'est-à-dire le « recyclage de la rente pétrolière » et, plus particulièrement, les deux principaux canaux de transmission aux pays importateurs, les marchés de capitaux et les échanges internationaux.

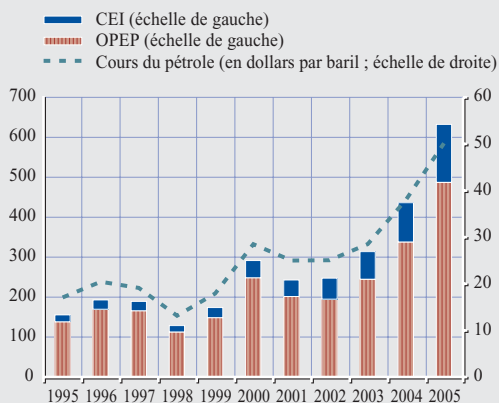
Dans le cadre d'un premier scénario possible lié au transfert de richesse consécutif à une période durable de cours élevés du pétrole, les pays exportateurs augmenteraient leurs dépôts bancaires internationaux et/ou leurs placements en actions et titres de créance étrangers. Traditionnellement, comme on a pu l'observer en particulier à la suite du deuxième choc pétrolier au début des années quatre-vingt, les pays de l'OPEP effectuent essentiellement des placements en actifs américains et sur les marchés des États-Unis et leurs dépôts bancaires sont presque exclusivement libellés en dollars. De même, l'appréciation des cours du pétrole entre mi-1998 et fin 2000 s'est accompagnée, avec un léger décalage, d'un quasi-doublement des créances bancaires internationales de l'OPEP vis-à-vis du reste du monde (indicateur de transfert net des excédents courants de l'OPEP en dépôts bancaires internationaux). En revanche, lors du cycle de hausse le plus récent, l'encours des créances bancaires de l'OPEP vis-à-vis des banques déclarantes auprès de la BRI est resté relativement stable depuis le premier trimestre 2001 (cf. graphique B)¹. Le suivi des positions actifs/passifs des banques peut cependant donner une image imparfaite de l'évolution du profil des placements internationaux des pays de l'OPEP. S'agissant en effet des flux de capitaux transfrontières, les statistiques du département américain du Trésor font apparaître une augmentation de 92 % des titres du Trésor américain détenus par des ressortissants de l'OPEP entre janvier 2001 et septembre 2005 (de 28,5 milliards à 54,6 milliards de dollars). En outre, il se peut que les recettes pétrolières aient transité par l'intermédiaire de marchés financiers extraterritoriaux avant de financer des achats de titres américains.

Des modifications de la ventilation par devises des actifs des pays exportateurs de pétrole ont été constatées. Les pays de l'OPEP ont progressivement accru la part des dépôts libellés en euros, passée de 12 % début 1999 à plus de 28 % à la fin du premier trimestre 2004. Cette évolution s'est accompagnée d'un fléchissement progressif de la part des dépôts libellés en dollars. Depuis 2004, toutefois, et malgré la relativement forte appréciation de l'euro observée au cours de cette année, les pays de l'OPEP ont progressivement réorienté leurs dépôts vers le dollar, la part des dépôts libellés dans cette monnaie étant passée d'un point bas de 51 % à la fin du premier trimestre 2004 à 65 % au deuxième trimestre 2005. Cette évolution a coïncidé

¹ Cf. le *Rapport trimestriel* de la BRI (décembre 2005). Les créances nettes correspondent à la différence entre les créances et les engagements de l'OPEP vis-à-vis des banques déclarantes à la BRI et constituent un indicateur de transfert net des excédents au système bancaire international.

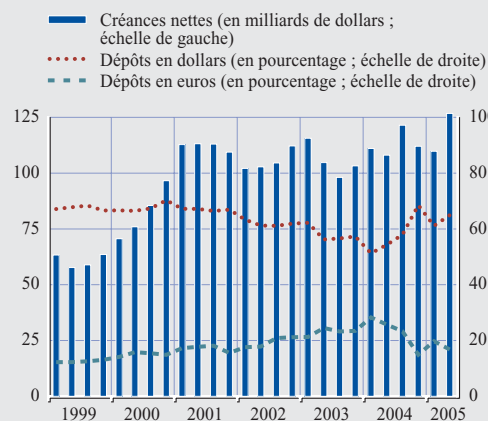
Graphique A Recettes pétrolières

(montants en milliards de dollars, sauf indication contraire)



Sources : Agence internationale de l'énergie et estimations de la BCE

Graphique B Créances nettes de l'OPEP et ventilation par devises



Sources : BRI et calculs de la BCE

Note : La dernière observation correspond au deuxième trimestre 2005.

avec un recul d'une ampleur similaire de la part des dépôts libellés en euros, qui est ressortie à 17 % au deuxième trimestre 2005.

Les créances nettes détenues par la Russie, principal producteur pétrolier de la CEI et premier exportateur mondial de pétrole hors OPEP, ont fortement augmenté au cours des phases de hausse les plus récentes et leur ventilation par devises a également évolué (cf. graphique C). Depuis 2002, la Russie est créancier net des banques déclarantes auprès de la BRI, la part de ses dépôts libellés en euros ayant plus que triplé entre mi-2002 et le deuxième trimestre 2005, passant de 11 % à 36 %. L'augmentation soutenue de ces trois dernières années reflète également, dans une certaine mesure, la forte appréciation de l'euro contre dollar observée pendant cette période et l'utilisation croissante de l'euro comme monnaie de réserve par les autorités monétaires de Russie. Comme expliqué ci-après, ce rééquilibrage de portefeuille reflète sans doute la volonté des pays producteurs de préserver la valeur de leurs actifs libellés en devises étrangères en même temps qu'ils réduisent leur dépendance vis-à-vis des États-Unis en augmentant la part de leurs importations en provenance de l'Europe et d'autres zones géographiques.

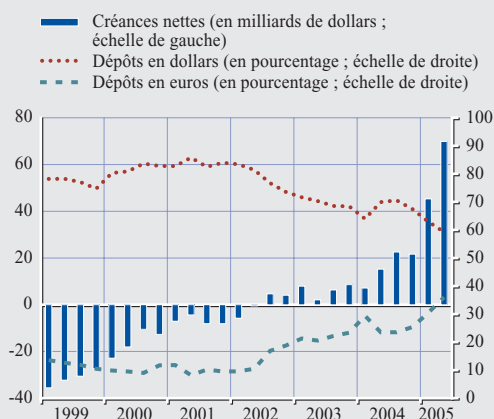
Les échanges internationaux représentent le second canal permettant la réallocation du surcroît d'épargne lié à l'augmentation de la rente pétrolière. Au cours des deux premiers chocs pétroliers intervenus dans les années soixante-dix, les recettes pétrolières des pays de l'OPEP ont été systématiquement supérieures et ce, dans une mesure relativement importante, au total de ses importations (donnant lieu à des excédents commerciaux liés aux exportations de pétrole). Ces excédents se sont mués en déficits de faible ampleur au milieu des années quatre-vingt, quand les cours du pétrole sont retombés à environ 15 dollars le baril. D'importants excédents sont de nouveau apparus en 2000, consécutivement à la nette remontée des cours. Toutefois, depuis 2001, les excédents commerciaux de l'OPEP sont demeurés relativement modérés par rapport aux périodes précédentes de cherté du pétrole, malgré la forte hausse des cours et du volume des exportations pétrolières. En effet, l'augmentation de la rente pétrolière a coïncidé avec une

progression des importations de l'OPEP. Une tendance similaire peut être observée pour la CEI. Les déficits commerciaux enregistrés par les pays membres se sont inscrits en nette diminution dans le sillage de la remontée des cours en 1999 et 2000. La forte progression des cours du pétrole a toutefois coïncidé avec une dégradation du solde des échanges extérieurs de la CEI entre 2001 et 2004. Cela signifie que l'augmentation des recettes pétrolières au cours de cette période s'est également accompagnée d'une hausse des importations. Toutefois, au premier semestre 2005, le déficit commercial enregistré par la CEI s'est de nouveau inscrit en net recul.

Le total des importations de l'OPEP et de la CEI exprimé en dollars nominaux a progressé de, respectivement, 18 % et 21 % en moyenne annuelle, entre 2001 et 2004. La zone euro semble avoir tiré profit de la vigueur de la demande en provenance des pays exportateurs de pétrole. Les taux de croissance annuels des importations de l'OPEP et de la CEI en provenance de la zone euro se sont établis en moyenne à, respectivement, 21 % et 26 % entre 2001 et 2004, entraînant une augmentation de la part de marché de la zone euro dans ces deux groupes de pays exportateurs de pétrole (cf. tableau). Les pays d'Asie hors Japon ont également réussi à accroître leur part relative du total des importations de l'OPEP et de la CEI. Ces chiffres contrastent nettement avec ceux relatifs aux États-Unis, qui ont vu leur part de marché fortement diminuer au cours de cette même période. En 2005, la zone euro a continué de bénéficier de la hausse des importations des pays exportateurs de pétrole. Au premier semestre 2005 (dernières données disponibles), les importations de l'OPEP et de la CEI se sont respectivement inscrites en hausse de 22 % et 25 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Dans l'ensemble, depuis 1999, l'affectation de la rente pétrolière, en particulier s'agissant des pays de l'OPEP, a évolué de façon très contrastée. À la suite de la forte hausse des cours du pétrole en 1999, les pays de l'OPEP ont placé une forte proportion de leurs revenus pétroliers sous forme de dépôts bancaires, leur demande adressée au reste du monde demeurant faible.

Graphique C Créances nettes de la Russie et ventilation par devises



Sources : BRI et calculs de la BCE
 Note : La dernière observation correspond au deuxième trimestre 2005.

Parts de marché d'une sélection d'économies dans les importations de l'OPEP et de la CEI

(en pourcentage du total des importations)

	OPEP			CEI		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Zone euro	26,0	24,8	26,7	32,0	31,6	33,2
États-Unis	15,4	12,5	8,9	7,0	6,5	3,7
Royaume-Uni	5,9	5,0	4,4	2,5	2,3	2,5
Asie hors Japon et Chine	9,8	10,7	12,3	2,8	2,5	3,1
Japon	9,2	8,3	7,0	1,4	1,8	3,3
Chine	3,7	4,8	7,4	1,9	2,9	5,9

Sources : FMI et calculs de la BCE

Toutefois, depuis 2001, les pays de l'OPEP ont fortement accru leurs importations, ce qui est également le cas de la CEI. La zone euro semble avoir bénéficié de la hausse récente de ces importations. Il apparaît ainsi que, si la hausse des cours devrait avoir exercé une incidence négative sur l'activité économique dans la zone euro, le phénomène d'absorption induit par le recyclage de la rente pétrolière a, dans une certaine mesure, atténué les effets négatifs directs de la récente hausse des cours du pétrole.

SORTIES NETTES AU TITRE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE EN 2005

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des sorties nettes de 13 milliards d'euros au titre des investissements directs et de portefeuille en 2005, contre des entrées nettes de 24 milliards en 2004. Cette évolution résulte principalement de l'augmentation des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille en actions, contrebalancée par des sorties nettes en investissements directs et une diminution des entrées nettes sur titres de créance (cf. graphique 34).

Le creusement du déficit au titre des investissements directs en 2005 résulte d'une progression des investissements directs de la zone euro à l'étranger, essentiellement sous la forme d'opérations en capital. Cette reprise peut refléter pour partie la volonté à nouveau affichée par les entreprises de la zone d'améliorer leur compétitivité par le biais de filiales étrangères, ainsi que l'opération exceptionnelle de restructuration de la société Royal Dutch Shell. Dans le même temps, les entrées au titre des investissements directs étrangers dans la zone euro se sont stabilisées à des niveaux peu élevés en 2005. Les anticipations selon lesquelles le reste du monde connaîtrait une croissance économique supérieure à celle de la zone euro pourraient avoir contribué aux évolutions observées.

La hausse des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille provient de l'augmentation des achats nets d'actions de la zone euro par les non-résidents. Ces achats recouvrent pour partie les actions acquises dans le cadre de la restructuration de la société Royal Dutch Shell, mais ont également été motivés par

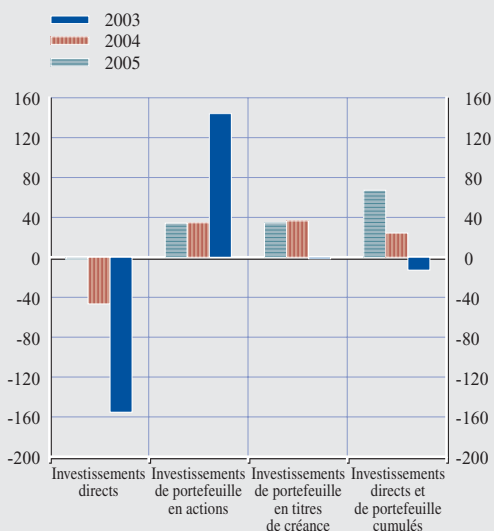
des anticipations de rendements relativement plus élevés sur les Bourses de la zone euro. Les données d'enquête auprès des marchés dénotent également un intérêt des investisseurs étrangers pour les actions de la zone euro dont les cours sont jugés attractifs par rapport aux autres marchés.

S'agissant des titres de créance, les flux transfrontières ont fortement augmenté en 2005, la plupart des transactions ayant concerné des obligations. Deux tendances distinctes ont été observées au cours de l'année 2005 : en début d'année, les entrées nettes en titres de créance de la zone euro ont enregistré une progression continue pour atteindre un pic au début de l'été. Par la suite, cette tendance s'est inversée et des sorties nettes ont été constatées au second semestre. Cette évolution a pu résulter du fait que les écarts de rendement entre les emprunts publics américains et ceux de la zone euro sont devenus assez importants, en particulier durant l'été.

Sur la base des flux cumulés sur les trois premiers trimestres 2005, le Royaume-Uni et les nouveaux États membres de l'UE ont été les principaux destinataires des investissements directs de la zone euro. Les nouveaux États membres de l'UE ont également été les principaux investisseurs dans la zone euro durant cette période. D'après leur ventilation géographique, les investissements de portefeuille de la zone euro à l'étranger au cours des trois premiers trimestres 2005 ont été principalement dirigés vers le Royaume-Uni et les centres extraterritoriaux. Les investisseurs de la zone euro ont également effectué d'importants achats nets d'obligations américaines, mais ont été vendeurs nets

Graphique 34 Compte financier de la zone euro

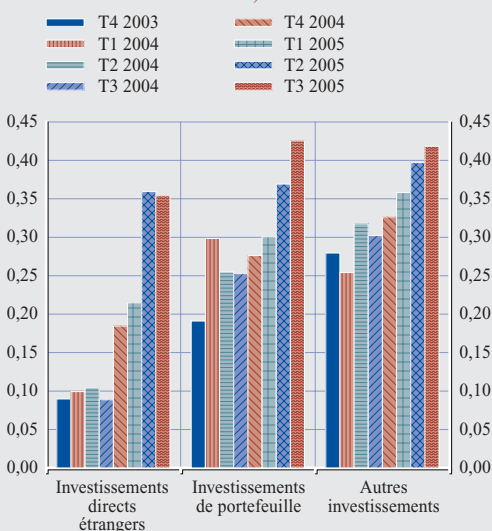
(montants en milliards d'euros; flux nets)



Source : BCE

Graphique 35 Flux financiers de la zone euro vers les nouveaux États membres de l'UE

(en pourcentage du PIB des nouveaux États membres de l'UE ; données trimestrielles cumulées)



Source : BCE

d'actions et d'instruments du marché monétaire de ce pays.

Les nouveaux États membres de l'UE considérés dans leur ensemble ont été destinataires d'un volume très important d'investissements de la zone euro à l'étranger. Une tendance positive se dégage clairement, ce qui signifie que les investisseurs de la zone euro ont probablement jugé cette région relativement attractive et que l'intégration financière entre la zone euro et les nouveaux États membres de l'UE s'est sans doute renforcée durant cette période (cf. graphique 35).

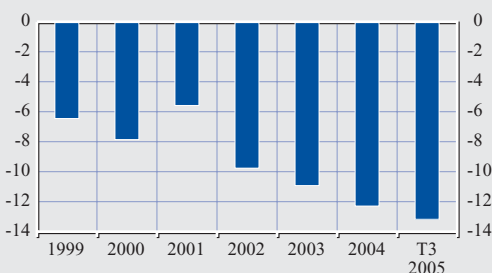
NOUVELLE DÉTÉRIORATION DE LA POSITION EXTÉRIÈRE EN 2005

Les données relatives à la position extérieure nette de la zone euro vis-à-vis du reste du monde, disponibles jusqu'à la fin du troisième trimestre 2005, font apparaître des engagements nets de 1 049 milliards d'euros (soit 13,2 % du PIB de la zone euro), contre des engagements nets de 946 milliards (12,4 % du PIB) à fin 2004 et 809 milliards (11,0 % du PIB) à fin 2003 (cf. graphique 36). La progression des engage-

ments nets en 2005 résulte en grande partie de l'augmentation de la position débitrice nette au titre des investissements de portefeuille (passée de 1 071 milliards d'euros à 1 350 milliards), qui a été partiellement compensée par une progression des avoirs nets au titre des investissements directs (de 89 milliards à 224 milliards) et une diminution de la position débitrice nette au titre des autres investissements (de 241 milliards à 212 milliards).

Graphique 36 Position extérieure nette

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE

En ce qui concerne la ventilation géographique du stock d'investissements directs de la zone euro à l'étranger à fin 2005, 24 % étaient investis au Royaume-Uni et 21 % aux États-Unis. S'agissant du stock d'investissements de portefeuille de la zone euro à l'étranger, les parts correspondant à ces deux pays s'établissaient à 23 % et 35 %, respectivement. Le Royaume-Uni et les États-Unis étaient également les deux plus importants investisseurs directs dans la zone euro.

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

L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

En 2005, la croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro s'est modérée par rapport à 2004, mais elle est demeurée plus soutenue que dans la zone euro (cf. tableau 6). Comme les années précédentes, les taux de croissance les plus élevés ont été enregistrés dans les États baltes (plus de 7 %), ainsi qu'en Slovaquie et en République tchèque (6 %).

La vigueur de la demande intérieure a été soutenue dans la plupart des pays par une forte progression de la consommation privée, qui est demeurée à des niveaux élevés en 2005, en particulier dans la majorité des nouveaux États membres. Les dépenses des ménages ont été alimentées par une hausse significative du revenu réel disponible, ainsi que par des politiques budgétaires expansionnistes et le renchérissement de l'immobilier résidentiel dans certains pays. En outre, la croissance des financements consentis au secteur privé dans un certain nombre de pays de l'UE hors zone euro, en particulier les États baltes, a favorisé une nouvelle progression de l'investissement

immobilier et des dépenses des ménages. En 2005, la hausse de la consommation a été faible à Malte (reflétant la progression limitée du revenu disponible), en Pologne, (en raison de la modération salariale et de l'augmentation de l'épargne) et au Royaume-Uni (sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt et de la stabilisation du marché de l'immobilier). La demande intérieure a également bénéficié du dynamisme persistant de l'investissement dans de nombreux États membres hors zone euro, en particulier les États baltes, la Hongrie, Malte, la Slovaquie et la Suède. Le bas niveau des taux d'intérêt, le regain de confiance des chefs d'entreprise, un niveau élevé d'utilisation du capital et les perspectives favorables de la demande ont contribué à cette vigoureuse progression de l'investissement, également soutenue, dans les nouveaux États membres, par les financements de l'UE.

En ce qui concerne la demande étrangère, les exportations ont constitué le principal facteur à l'origine de la croissance du PIB en volume dans la plupart des nouveaux États membres de l'UE, notamment les États baltes, la République

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

(variations annuelles en pourcentage)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4
République tchèque	2,6	1,5	3,2	4,4	6,0	5,3	5,8	6,0	6,7
Danemark	0,7	0,5	0,7	1,9	3,4	0,3	4,7	4,8	3,7
Estonie	6,5	7,2	6,7	7,8	.	7,2	9,9	10,6	.
Chypre	4,1	2,1	1,9	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6
Lettonie	8,0	6,5	7,2	8,5	10,2	7,3	11,4	11,4	10,5
Lituanie	7,2	6,8	10,5	7,0	7,5	4,4	8,4	7,6	8,8
Hongrie	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1	3,2	4,5	4,5	4,3
Malte	0,3	1,5	-2,5	-1,5	2,5	0,1	2,8	4,1	2,8
Pologne	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2	3,6	1,2	3,4	.
Slovénie	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	2,8	5,4	3,6	3,7
Slovaquie	3,8	4,6	4,5	5,5	6,0	5,1	5,1	6,2	7,6
Suède	1,1	2,0	1,7	3,7	2,7	1,1	3,3	3,5	2,9
Royaume-Uni	2,2	2,0	2,5	3,2	1,8	2,0	1,6	1,8	1,8
UE-10 ¹⁾	2,8	2,6	3,9	5,1	4,5	4,1	3,8	4,8	.
UE-13 ²⁾	2,1	2,0	2,5	3,5	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5
Zone euro	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	0,6	1,9	1,4	1,3

Sources : Eurostat et les instituts statistiques nationaux de Lituanie et de Slovénie pour les taux de croissance annuels en 2005 dans ces deux pays

Note : Les données trimestrielles ne sont pas corrigées des variations saisonnières, sauf dans le cas de la République tchèque ; dans le cas du Royaume-Uni, elles sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés. Pour la République tchèque, le taux de croissance annuel en 2005 est une moyenne des chiffres trimestriels.

1) UE-10 est l'agrégation des données des 10 pays qui ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004.

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

tchèque, la Hongrie et la Pologne. Toutefois, la contribution des exportations nettes à la progression du PIB en volume a été très variable dans les différents pays de l'UE hors zone euro et globalement neutre pour le groupe considéré dans son ensemble. Les exportations et les importations ont continué de progresser à un rythme assez élevé en 2005 dans les nouveaux États membres, ce qui semble indiquer que le processus d'intégration commerciale, entamé de longue date, s'est accéléré avec la suppression des obstacles aux échanges à la suite de l'adhésion de ces pays à l'UE, principalement en ce qui concerne les produits alimentaires.

La situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer dans la plupart des États membres hors zone euro, en particulier dans les États baltes, en Pologne et en Slovaquie. Alors que les taux de chômage n'ont affiché qu'un recul progressif, la croissance de l'emploi s'est nettement raffermie dans les nouveaux États membres, notamment dans les pays présentant les taux de chômage les plus élevés. En Pologne et en Slovaquie, le taux de chômage est demeuré particulièrement élevé, près de deux fois supérieur à celui de la zone euro. À Chypre, au Danemark et au Royaume-Uni, la situation sur

le marché du travail a été relativement tendue, avec des taux de chômage inférieurs à 6 %.

L'ÉVOLUTION DES PRIX

En 2005, les hausses les plus faibles de l'IPCH (inférieures à la moyenne de la zone euro) ont été observées en Suède, en République tchèque, au Danemark et au Royaume-Uni. Dans la plupart des autres pays de l'UE hors zone euro, la progression de l'IPCH s'est établie juste au-dessus de la moyenne de la zone, bien qu'en Lettonie, en Estonie et en Hongrie, elle ait été supérieure à 3 % (cf. tableau 7). Dans la plupart des nouveaux États membres, à l'exception des États baltes, les taux d'inflation mesurés par l'IPCH se sont inscrits en baisse en 2005 par rapport à 2004, alors qu'au Danemark et au Royaume-Uni, ces taux, initialement faibles, ont augmenté.

Les évolutions de l'inflation dans les États membres hors zone euro ont été pour partie déterminées par des facteurs communs. Dans plusieurs nouveaux États membres, le ralentissement de l'inflation au premier semestre 2005 a reflété l'effet de base découlant des hausses de prix liées à l'adhésion à l'UE en 2004. En outre, la vigueur de la concurrence

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

(variations annuelles en pourcentage)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4
République tchèque	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2
Danemark	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,1	1,6	2,2	2,0
Estonie	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	3,6	4,3	4,0
Chypre	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,5	2,1	1,7	1,9
Lettonie	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,7	6,7	6,7	7,5
Lituanie	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,1	2,4	2,2	3,0
Hongrie	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2
Malte	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	3,5
Pologne	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	3,6	2,2	1,8	1,2
Slovénie	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Slovaquie	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7
Suède	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,9	1,1
Royaume-Uni	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1
UE-10 ¹⁾	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,2	2,4	2,2	2,2
UE-13 ²⁾	2,7	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1
Zone euro	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3

Source : Eurostat.

1) UE-10 est l'agrégation des données des 10 pays qui ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004.

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

semble avoir exercé des pressions à la baisse sur les évolutions des prix dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro, en particulier s'agissant des produits manufacturés et des produits alimentaires. En revanche, le renchérissement du pétrole a exercé des tensions sur l'inflation. Cependant, son incidence précise a varié selon les pays, dans une large mesure en raison de différences de profils de consommation, de structures de marché et d'intensité énergétique de la production. De plus, les prix de l'énergie étant en grande partie administrés dans de nombreux pays de l'UE hors zone euro, il se pourrait que le renchérissement du pétrole ne se soit pas pleinement répercuté sur l'inflation en 2005. Des tensions inflationnistes sont également apparues sous l'effet de la vigueur persistante de la demande intérieure dans certains des nouveaux États membres.

L'évolution des taux de change et leur incidence décalée sur l'inflation globale ont également influé sur l'évolution des prix en 2005. Dans un certain nombre de pays, en particulier la République tchèque, la Hongrie, la Pologne et la Slovaquie, l'appréciation de la monnaie a exercé des effets modérateurs sur l'inflation.

LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Si l'on considère les dernières mises à jour des programmes de convergence transmis fin 2005 et début 2006, le tableau d'ensemble des politiques budgétaires des États membres de l'UE hors zone euro a été, en 2005, marqué par une grande diversité. Trois États membres hors zone euro (le Danemark, l'Estonie et la Suède) ont dégagé un excédent budgétaire, alors que les dix autres pays ont enregistré un déficit. Les résultats budgétaires estimés pour 2005 ont été globalement conformes aux objectifs inscrits dans les programmes de convergence, voire meilleurs, à l'exception de la République tchèque, de la Hongrie, de Malte et de la Slovaquie. Les soldes budgétaires des administrations publiques se sont détériorés dans six des treize États membres de l'UE hors zone euro au cours de l'année (cf. tableau 8), même si les programmes de convergence ne



contiennent, dans certains cas, que des estimations relativement prudentes. Ces détériorations sont intervenues en dépit d'un environnement économique favorable, qui a généré des recettes fiscales plus importantes que prévu dans un certain nombre de pays.

Dans la plupart des cas, la contribution conjoncturelle au budget a été positive ou neutre. Néanmoins, les seuls pays ayant engagé un resserrement budgétaire sont le Danemark, Chypre, Malte, la Pologne et le Royaume-Uni. À Chypre et en Hongrie, des mesures temporaires ont permis de réduire le déficit de plus de 0,5 % du PIB en 2005. En revanche, le déficit de la Slovaquie s'est creusé en 2005 sous l'incidence de dépenses exceptionnelles.

L'exécution des dépenses a été généralement proche des niveaux qui avaient été prédéfinis. Toutefois, comme en 2004, certains pays, notamment la République tchèque, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie et la Slovaquie, ont affecté une partie de leurs recettes excédentaires au financement de dépenses supplémentaires et non à l'amélioration de leurs soldes budgétaires.

Le 5 juillet 2004, le Conseil Ecofin a adopté des décisions reconnaissant l'existence d'une situation de déficit excessif dans six États

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

(en pourcentage du PIB)

	Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques			Programmes de convergence actualisés pour 2005
	2002	2003	2004	
République tchèque	-6,8	-12,5	-3,0	-4,8
Danemark	1,4	1,2	2,9	3,6
Estonie	1,5	2,5	1,7	0,3
Chypre	-4,5	-6,3	-4,1	-2,5
Lettonie	-2,3	-1,2	-0,9	-1,5
Lituanie	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
Hongrie	-8,5	-6,5	-5,4	-6,1
Malte	-5,8	-10,4	-5,1	-3,9
Pologne	-3,3	-4,8	-3,9	-2,9
Slovénie	-2,7	-2,7	-2,1	-1,7
Slovaquie	-7,8	-3,8	-3,1	-4,1
Suède	-0,3	0,2	1,6	1,6
Royaume-Uni	-1,7	-3,3	-3,2	-3,0
UE-10 ¹⁾	-4,8	-6,1	-3,6	-3,6
UE-13 ²⁾	-1,9	-3,1	-2,3	-2,2
Zone euro	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5

	Dette brute des administrations publiques			Programmes de convergence actualisés pour 2005
	2002	2003	2004	
République tchèque	29,8	36,8	36,8	37,4
Danemark	47,6	45,0	43,2	35,6
Estonie	5,8	6,0	5,5	4,6
Chypre	65,2	69,8	72,0	70,5
Lettonie	14,2	14,6	14,7	13,1
Lituanie	22,4	21,4	19,6	19,2
Hongrie	55,5	57,4	57,4	57,7
Malte	63,2	72,8	75,9	76,7
Pologne	41,2	45,3	43,6	42,5
Slovénie	29,8	29,4	29,8	29,0
Slovaquie	43,7	43,1	42,5	33,7
Suède	52,4	52,0	51,1	50,9
Royaume-Uni	38,2	39,7	41,5	43,3
UE-10 ¹⁾	39,9	43,3	42,6	41,5
UE-13 ²⁾	40,6	42,0	42,8	43,2
Zone euro	69,2	70,4	70,8	71,0

Sources : Commission européenne (pour la période 2002-2004), programmes de convergence actualisés 2005-2006 et évaluations de la Commission (pour 2005) et calculs de la BCE

Note : Les données sont établies sur la base de la définition retenue dans le cadre de la procédure pour déficit excessif. Les soldes budgétaires (données de la Commission) ne prennent pas en compte les revenus de la cession de licences UMTS. Les données incluent le deuxième pilier du régime des retraites des administrations publiques. Leurs incidences positives estimées en pourcentage du PIB (lorsque disponibles) sont les suivantes : Danemark (0,9 % sur le solde budgétaire), Hongrie (1,3 % sur le solde budgétaire, 3,8 % sur la dette), Pologne (1,8 % sur le solde budgétaire, 5,4 % sur la dette), Slovaquie (0,8 % sur le solde budgétaire), Suède (1,0 % sur le solde budgétaire, 0,6 % sur la dette).

1) UE-10 est l'agrégation des données des 10 pays qui ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004.

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

membres hors zone euro (la République tchèque, Chypre, la Hongrie, Malte, la Pologne et la Slovaquie). Parmi ces pays, Chypre a ramené son déficit en deçà de 3 % du PIB en 2005, conformément à l'exigence figurant dans la décision correspondante du Conseil. En revanche, selon les dernières mises à jour des programmes de convergence, les déficits se sont accrus en République tchèque, en Hongrie et en

Slovaquie (même si, dans le cas de la Slovaquie, cette détérioration était due à une remise de dette exceptionnelle représentant 0,8 % du PIB). Chypre, Malte et la Pologne se sont conformés à la référence définie pour l'assainissement, soit une amélioration du solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles à hauteur d'au moins 0,5 % du PIB, déduction faite des mesures exceptionnelles et autres mesures

Tableau 9 Balance des paiements, principales rubriques

(en pourcentage du PIB)

	Solde cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital				Flux nets d'IDE				Flux nets d'investissements de portefeuille			
	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾
République tchèque	-5,7	-6,3	-5,7	-3,3	11,2	2,1	3,6	7,6	-1,9	-1,4	2,2	-1,9
Danemark	2,3	3,3	2,4	2,9	0,8	0,1	0,4	-1,1	0,1	-7,0	-6,0	-7,1
Estonie	-9,9	-11,6	-12,0	-10,8	2,2	8,4	6,9	21,8	2,1	1,9	6,5	-14,3
Chypre	-4,5	-2,4	-4,9	-6,5	5,7	3,0	3,0	4,3	-4,9	1,9	7,6	7,1
Lettonie	-6,4	-7,4	-11,9	-9,9	2,7	2,3	4,3	4,0	-2,2	-2,0	1,7	-0,8
Lituanie	-4,7	-6,4	-6,4	-5,2	5,0	0,8	2,3	1,3	0,1	1,5	0,9	-0,3
Hongrie	-6,8	-8,7	-8,5	-7,2	4,1	0,6	3,5	2,8	2,6	3,6	6,8	6,7
Malte	0,5	-5,5	-8,7	-9,0	-10,4	8,6	8,1	9,9	-9,1	-33,5	-31,3	-25,7
Pologne	-2,5	-2,1	-3,8	-1,2	2,0	2,0	4,6	3,3	1,0	1,1	3,8	5,1
Slovénie	0,8	-1,0	-2,5	-1,1	6,5	-0,5	0,8	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	-2,9
Slovaquie	-7,6	-0,5	-3,1	-5,6	17,0	2,3	3,4	3,8	2,3	-1,7	2,2	-1,2
Suède	5,0	7,4	8,2	7,3	0,5	-6,6	-3,8	-7,2	-4,5	-3,0	-6,9	0,8
Royaume-Uni	-1,5	-1,3	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-0,9	4,9	4,8	5,4	-4,7	-5,6
UE-10 ²⁾	-4,2	-4,3	-5,3	-3,5	5,0	1,8	3,9	4,2	0,4	0,5	3,2	2,5
UE-13 ³⁾	-1,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,2	0,0	2,7	2,6	-3,5	-1,7
Zone euro	0,9	0,6	0,8	0,2	0,3	0,0	-0,6	-1,9	1,9	0,9	0,9	2,9

Source : BCE

1) Les données pour 2005 sont des moyennes sur quatre trimestres, du dernier trimestre 2004 au troisième trimestre 2005.

2) UE-10 est l'agrégation des données des 10 pays qui ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004.

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

temporaires. La Hongrie a de nouveau enregistré un dérapage important par rapport à son objectif budgétaire pour 2005, qui a été révisé en hausse, de 3,6 % à 6,1 % du PIB. Le Conseil a constaté à deux reprises, conformément à l'article 104 (8) du Traité, que la Hongrie n'avait pas pris d'actions suivies d'effets pour corriger le déficit excessif (cf. également la section 1.1 du chapitre 4). Le Royaume-Uni a enregistré un ratio de déficit supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB pour la troisième année de suite. Le Conseil Ecofin ayant constaté, le 24 janvier 2006, que le Royaume-Uni présentait un déficit excessif, il a émis une recommandation conformément à l'article 104 (7) du Traité, appelant à mettre fin à la situation actuelle de déficit excessif dès que possible et au plus tard d'ici l'exercice budgétaire 2006-2007.

En 2005, le ratio de la dette publique de la plupart des États membres de l'UE hors zone euro est demeuré nettement inférieur au ratio moyen constaté dans la zone. Seuls Chypre et Malte ont continué d'enregistrer un ratio supérieur à la valeur de référence de 60 % du PIB. À part quelques exceptions, le ratio de

dette a diminué dans tous les États membres hors zone euro, reflétant, pour partie, des écarts taux de croissance du PIB/taux d'intérêt favorables et des ajustements entre déficit et dette qui ont entraîné une diminution de cette dernière¹³.

LES ÉVOLUTIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Les soldes cumulés des comptes de transactions courantes et de capital des États membres de l'UE hors zone euro ont continué de présenter des différences considérables selon les pays en 2005 (cf. tableau 9). Tandis que la Suède et le Danemark enregistraient d'importants excédents, le Royaume-Uni et les nouveaux États membres de l'UE ont affiché des déficits. Les déficits de l'Estonie, de la Lettonie et de Malte sont demeurés très élevés, de l'ordre de 10 % ou plus, bien qu'en recul dans les deux premiers pays, alors qu'à Chypre, en Lituanie, en Hongrie et en Slovaquie, ils ont dépassé 5 % du PIB. La République tchèque, la Pologne, la

¹³ Les chiffres de la dette pour 2005 provenant des dernières mises à jour des programmes de convergence ne sont pas strictement comparables avec les données de la Commission européenne pour les années précédentes.

Tableau 10 Évolutions au sein du MCE II

	Date d'entrée	Cours plafond	Cours pivot	Cours plancher	Écart maximal en pourcentage	
					Appréciation	Dépréciation
DKK	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,1	0,4
EEK	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,0	0,0
CYP	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,0	2,1
LVL	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,0	1,0
LTL	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,0	0,0
MTL	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,0	0,0
SIT	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,2	0,1
SKK	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,0	3,2

Source : BCE

Note : Un écart à la baisse (à la hausse) correspond à un mouvement vers le cours plancher (plafond) et signifie un renforcement (un affaiblissement) de la devise vis-à-vis de l'euro. En ce qui concerne les écarts maximaux recensés, les périodes de référence vont des dates d'entrée respectives dans le MCE II au 24 février 2006 ; pour le Danemark, la période de référence est comprise entre le 1^{er} janvier 2004 et le 24 février 2006.

Slovénie et le Royaume-Uni ont enregistré des déficits plus modérés.

Bien que les importants déficits des transactions courantes dans certains pays puissent dénoter des risques pesant sur la soutenabilité des positions extérieures, ils constituent également, dans une certaine mesure, une caractéristique normale d'économies engagées dans un processus de rattrapage, comme c'est le cas des nouveaux États membres, où les entrées de capitaux permettent de financer des investissements à rendements élevés que la seule épargne locale n'aurait pas permis d'effectuer. Bien que les déséquilibres extérieurs de la plupart de ces pays proviennent principalement des déficits des échanges de biens, les déficits des revenus, souvent liés au rapatriement de bénéfices d'entreprises sous contrôle étranger et donc à des entrées antérieures d'investissements directs étrangers, ont joué un rôle important dans un certain nombre de cas. Les récentes évolutions du compte de transactions courantes devraient être interprétées avec une certaine prudence, car elles sont influencées, dans une certaine mesure, par des modifications de la méthodologie relative à l'élaboration des données du commerce extérieur à la suite de l'adhésion à l'UE.

Dans la plupart des nouveaux États membres de l'UE, les investissements directs étrangers,

réalisés en partie en liaison avec des programmes de privatisation, ont continué de constituer une source importante de financement externe. Les entrées nettes au titre des investissements directs étrangers ont légèrement augmenté en 2005, par rapport à 2004, pour ce groupe de pays considéré dans son ensemble (cf. tableau 9). Ces entrées nettes (en termes de PIB) ont été particulièrement importantes en Estonie, évolution reflétant toutefois largement une opération de grande ampleur. Elles sont également demeurées assez soutenues en République tchèque et à Malte. En 2005, tous les nouveaux États membres ont enregistré des entrées nettes positives au titre des investissements directs étrangers, à part la Slovénie qui a affiché des flux d'IDE pratiquement à l'équilibre. S'agissant des autres États membres de l'UE hors zone euro, la Suède et le Danemark ont enregistré des sorties nettes d'investissements directs étrangers, relativement importantes en Suède, alors que les entrées nettes d'investissements directs ont été fortement positives au Royaume-Uni. Globalement, les entrées nettes au titre des investissements directs étrangers ont constitué une source de financement importante en 2005 pour un certain nombre d'États membres ne faisant pas partie de la zone euro, bien que dans la plupart des cas, elles n'aient pas été suffisantes pour couvrir le déficit cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital.

Les flux nets au titre des investissements de portefeuille ont également largement contribué, à Chypre, en Hongrie et en Pologne, au financement des déficits du compte de transactions courantes en 2004 et 2005, alors que ces entrées avaient été assez modérées les années précédentes. Cette évolution a reflété principalement la hausse des entrées nettes en titres de créance, mouvement qui, dans certains cas, pourrait avoir été en partie lié à des écarts de rendement, mais les entrées nettes sur actions ont également gagné en importance. En partie sous l'effet du financement supplémentaire fourni par les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille et aussi des « autres investissements », l'endettement extérieur de certains pays par rapport au PIB s'est également accru.

LE MCE II ET LES QUESTIONS RELATIVES AUX TAUX DE CHANGE

En 2005, quatre nouveaux États membres de l'UE ont rejoint l'Estonie, la Lituanie, la Slovaquie et le Danemark dans le MCE II : Chypre, Malte et la Lettonie ont intégré le mécanisme le 2 mai 2005 et la Slovaquie le 28 novembre 2005, tous avec une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$ autour de leur cours pivot vis-à-vis de l'euro. Avant leur entrée dans le MCE II, la livre chypriote et le lats letton avaient déjà été unilatéralement rattachés à l'euro. Alors que la livre chypriote est liée à l'euro depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999, le lats letton, qui faisait auparavant l'objet d'un ancrage au droit de tirage spécial (unité de compte, principalement utilisée par le FMI, dont la valeur repose sur un panier de devises), a été rattaché à l'euro début 2005 avec une marge de fluctuation de $\pm 1\%$. À la suite de l'intégration au MCE II, les autorités lettones ont déclaré qu'elles maintiendraient unilatéralement le taux de change du lats à son cours pivot vis-à-vis de l'euro avec une marge de fluctuation de $\pm 1\%$. Lors de son entrée dans le mécanisme, la lire maltaise, auparavant ancrée à un panier de devises constitué de l'euro, de la livre sterling et du dollar des États-Unis, a été rattachée à l'euro. En outre, les autorités maltaises ont

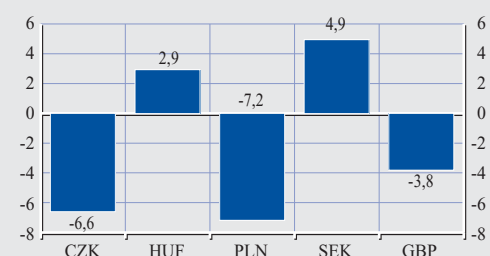
déclaré qu'elles maintiendraient unilatéralement le taux de change de la lire maltaise à son cours pivot vis-à-vis de l'euro. S'agissant de la couronne slovaque et de la livre chypriote, les autorités n'ont pris aucun engagement formel unilatéral de maintien dans des marges plus étroites. Les engagements unilatéraux n'imposent à la BCE aucune obligation supplémentaire. En vue d'assurer une participation sans heurt au MCE II, les pays concernés se sont engagés à prendre les mesures nécessaires pour préserver la stabilité macroéconomique et du taux de change.

Dans aucun des pays considérés, la participation au MCE II ne s'est accompagnée de tensions notables sur le marché des changes. La couronne estonienne, le litas lituanien, la lire maltaise et le tolar slovène se sont constamment établis à leur cours pivot ou à un niveau très proche de celui-ci depuis leur intégration au mécanisme. La couronne danoise a également continué de s'échanger à un niveau proche de son cours pivot en 2005. À la suite de l'entrée dans le MCE II, la livre chypriote s'est quelque peu raffermie vis-à-vis de l'euro lors des deux premiers mois de 2005 avant de se stabiliser à un niveau supérieur de 2 % environ à son cours pivot au second semestre. Le lats letton est demeuré inchangé dans la partie haute de la marge de fluctuation standard et proche de la limite supérieure de la fourchette faisant l'objet d'un engagement unilatéral. Depuis qu'elle a rejoint le MCE II, la couronne slovaque a affiché une plus grande volatilité que les autres devises du MCE II et s'est négociée jusqu'à 3,2 % au-dessus de son cours pivot (cf. tableau 10).

La plupart des devises des États membres hors zone euro et hors MCE II se sont appréciées contre l'euro en 2005, quoique dans une moindre mesure sur une base (effective) pondérée des échanges commerciaux, ce mouvement ayant été partiellement compensé par leur dépréciation vis-à-vis du dollar des États-Unis et des devises qui y sont liées. Au premier semestre 2005, le zloty polonais et la couronne tchèque ont subi un retournement

Graphique 37 Variations du taux de change de l'euro vis-à-vis des monnaies de l'UE n'appartenant pas au MCE II

(en pourcentage)



Source : BCE

Notes : Une valeur positive (négative) indique une appréciation (dépréciation) de l'euro. Les variations portent sur la période allant du 3 janvier 2005 au 24 février 2006.

partiel de la forte appréciation enregistrée en 2004, mais se sont de nouveau inscrits en hausse au second semestre. Le 24 février 2006, ces devises s'étaient fortement raffermies vis-à-vis de l'euro par rapport à leur niveau de début 2005, ce qui s'est traduit par une dépréciation de la monnaie unique de 7,2 % et 6,6 %, respectivement, contre le zloty et la couronne tchèque (cf. graphique 37). En revanche, le forint hongrois s'est déprécié, ayant connu des fluctuations importantes, liées essentiellement à la dégradation des perspectives budgétaires au cours de l'année. Le 24 février, le forint se négociait près de 3 % au-dessous de son niveau de début 2005. Des variations de différentiels de taux d'intérêt semblent avoir affecté la couronne suédoise et la livre sterling. Tandis que la couronne suédoise s'est dépréciée assez fortement contre l'euro au cours de la majeure partie de 2005 en raison de l'accroissement du différentiel de taux négatif vis-à-vis de la zone euro, la livre sterling s'est appréciée de près de 4 % contre la monnaie unique en 2005 et début 2006, tout en ayant enregistré des fluctuations notables.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'objectif principal de la politique monétaire de tous les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro est la stabilité des prix. Les stratégies de politique monétaire diffèrent largement d'un pays à l'autre, reflétant

l'hétérogénéité qui les caractérise en termes nominaux, réels et structurels (cf. tableau 11). En 2005, hormis l'entrée de Chypre, de la Lettonie, de Malte et de la Slovaquie dans le MCE II, la politique monétaire et les régimes de change dans les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro n'ont guère varié, bien que certaines améliorations aient été apportées au cadre de la politique monétaire de plusieurs de ces pays dans la perspective de l'intégration monétaire.

S'agissant des décisions de politique monétaire intervenues en 2005 dans les pays retenant un objectif de taux de change, la Banque nationale du Danemark a relevé son taux directeur de 25 points de base, à 2,4 %, à la suite du relèvement des taux directeurs de la BCE du 1^{er} décembre 2005. Elle a procédé à une nouvelle hausse de 10 points de base de ce taux, le portant à 2,5 % le 17 février 2006, en raison d'un phénomène de sorties de devises ce même mois, lié entre autres à des achats d'actions et autres titres étrangers par les investisseurs institutionnels danois. La Banque centrale de Chypre a réduit son taux directeur d'un total de 125 points de base, le ramenant à 3,25 % à fin 2005, afin de contenir les pressions à la hausse sur le taux de change induites par le regain de confiance des investisseurs dans les perspectives économiques, en liaison avec l'amélioration des finances publiques et l'entrée de la livre chypriote dans le MCE II. Pour sa part, la Latvijas Banka a relevé son taux directeur en deux temps, de 4 % à 8 %, afin de contenir la très forte dynamique du crédit en Lettonie. À Malte, le taux directeur a été majoré de 25 points de base, à 3,25 %, en réaction à la forte croissance du crédit. En février 2006, la Banka Slovenije a réduit son taux directeur de 25 points de base, à 3,75 %.

La plupart des pays de l'UE n'appartenant pas à la zone euro et ayant mis en place un ciblage de l'inflation ont réduit leurs taux directeurs en 2005. Au vu des meilleures perspectives en matière d'inflation, la Hongrie, la Pologne et la Slovaquie ont réduit, respectivement, leur taux directeur d'un total de 350, 200 et 100 points de

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

	Stratégie de politique monétaire	Devise	Caractéristiques
République tchèque	Cible d'inflation	Couronne tchèque	Cible : 2 %-4 % à fin 2005, puis 3 %, l'inflation constatée ne devant pas s'écarter de ± 1 point de pourcentage de ce niveau. Régime de change : flottement administré
Danemark	Objectif de taux de change	Couronne danoise	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de $\pm 2,25$ % autour du cours pivot de DKK 7,46038 par euro.
Estonie	Objectif de taux de change	Couronne estonienne	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de EEK 15,6466 par euro. L'Estonie maintient son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Chypre	Objectif de taux de change	Livre chypriote	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de CYP 0,585274 par euro.
Lettonie	Objectif de taux de change	Lats letton	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de LVL 0,702804 par euro. La Lettonie maintient une marge de fluctuation de ± 1 % dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Lituanie	Objectif de taux de change	Litas lituanien	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de LTL 3,45280 par euro. La Lituanie maintient son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Hongrie	Objectif de taux de change associé à une cible d'inflation	Forint hongrois	Objectif de taux de change : rattachement à l'euro à HUF 282,36 par euro, avec une marge de fluctuation de ± 15 %. Cible d'inflation : 4 % (± 1 point de pourcentage) à fin 2005, 3,5 % (± 1 point de pourcentage) à fin 2006 et 3 % (± 1 point de pourcentage) à moyen terme à compter de 2007
Malte	Objectif de taux de change	Lire maltaise	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de MTL 0,42930 par euro. Malte maintient le taux de change de la lire à son cours pivot par rapport à l'euro dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Pologne	Cible d'inflation	Zloty polonais	Cible d'inflation : 2,5 % ± 1 point de pourcentage (évolution en glissement annuel de l'IPC) à compter de 2004. Régime de change : flottement pur
Slovénie	Stratégie à deux piliers avec suivi d'indicateurs monétaires, réels, externes et financiers de la situation macroéconomique	Tolar slovène	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour d'un cours pivot de SIT 239,640 par euro.
Slovaquie	Cible d'inflation dans les conditions du MCE II	Couronne slovaque	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de SKK 38,4550 par euro. La cible d'inflation à court terme est fixée à 3,5 % $\pm 0,5$ point de pourcentage à fin 2005. Pour la période 2006-2008, la cible porte sur une inflation inférieure à 2,5 % à fin 2006 et inférieure à 2 % à fin 2007 et fin 2008.
Suède	Cible d'inflation	Couronne suédoise	Cible d'inflation : augmentation de 2 % de l'IPC avec une marge de tolérance de ± 1 point de pourcentage. Régime de change : flottement pur
Royaume-Uni	Cible d'inflation	Livre sterling	Cible d'inflation : 2 %, mesurée par la hausse en glissement sur 12 mois de l'IPC ¹⁾ . En cas d'écart supérieur à 1 point de pourcentage, le CPM devra adresser une lettre ouverte au ministre des Finances. Régime de change : flottement pur

Source : SEBC

1) L'IPC est identique à l'IPCH.

base, à 6 %, 4,5 % et 3 %. En Slovaquie, les décisions relatives aux taux d'intérêt ont aussi été motivées par l'appréciation de la devise. En Pologne, le taux directeur a de nouveau été réduit de 25 points de base, à 4,25 %, en janvier 2006. En Suède et au Royaume-Uni, les taux directeurs ont été abaissés, respectivement, de 50 et 25 points de base, en 2005, à 1,5 % et 4,5 %, en raison d'une croissance économique moins dynamique et d'un moindre potentiel d'inflation. Toutefois, en Suède, les taux directeurs ont été majorés de 25 points de base, à 1,75 %, en janvier 2006, puis à nouveau de 25 points de base, à 2,0 %, en février 2006. Ces décisions ont été prises sur la base des perspectives figurant dans les Rapports sur l'inflation de décembre 2005 et février 2006 (trajectoire haussière pour les taux d'intérêt à court terme). En République tchèque, ces taux ont été réduits d'un total de 75 points de base au premier semestre 2005, compte tenu de perspectives d'inflation favorables et de l'appréciation de la couronne, bien qu'ils aient été de nouveau relevés de 25 points de base, à 2 %, vers fin octobre en liaison avec les dernières prévisions d'inflation et les risques induits.

LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

En 2005, les évolutions des rendements obligataires à long terme dans la majorité des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ont suivi celles des taux comparables dans la zone euro, enregistrant un fléchissement généralisé jusqu'en septembre, puis une légère augmentation, en particulier en Hongrie et en Pologne. En Lituanie et en Slovaquie, les taux d'intérêt à long terme se sont inscrits en recul pour rejoindre progressivement le niveau de la zone euro, tandis qu'ils affichaient une stabilité un peu plus grande à Malte et au Royaume-Uni. Dans l'ensemble, pour la plupart des pays, les taux d'intérêt à long terme se situaient fin 2005 entre 20 et 55 points de base au-dessous de leur niveau du début d'année, avec des diminutions plus nettes en Lettonie, en Pologne et en Slovaquie et, plus particulièrement, à Chypre (de plus de 200 points de base). Les taux d'intérêt à long terme

de la zone euro ayant fléchi d'environ 30 points de base en 2005, les écarts de rendements obligataires par rapport à la zone euro sont restés stables ou se sont resserrés. Cependant, les écarts vis-à-vis de la zone euro se sont assez nettement accrus en Hongrie et en Pologne au dernier trimestre. Cette réaction du marché reflétait des orientations budgétaires défavorables en Hongrie et les incertitudes relatives aux évolutions budgétaires et à la politique économique dans le sillage des élections législatives en Pologne.

Les marchés boursiers des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro sont restés bien orientés en 2005 et, à l'exception de la Slovaquie et du Royaume-Uni, ont affiché une performance supérieure à la moyenne des marchés boursiers de la zone euro, mesurée par l'indice Dow Jones EuroStoxx. À fin 2005, les cours boursiers dans les nouveaux États membres de l'UE, à l'exception de la Slovaquie, se situaient entre 25 % et 65 % au-dessus de leur niveau du début de l'année.

Artiste

Ilse Haider

Titre

Kopf eines Athleten, 1994

Support

Tiges d'osier, émulsion photo

Format

180 x 120 x 40 cm

© BCE et l'artiste



CHAPITRE 2

LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE

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

I.1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Le cadre opérationnel de la mise en œuvre de la politique monétaire unique¹ a continué à fonctionner efficacement en 2005. Les taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire sont restés stables tout au long de l'année. L'Eonia a affiché des niveaux de volatilité très faibles en 2005. L'écart-type de l'écart entre l'Eonia et le taux de soumission minimal s'est établi à 5 points de base, contre 9 points de base en 2004 et 16 points de base en 2003.

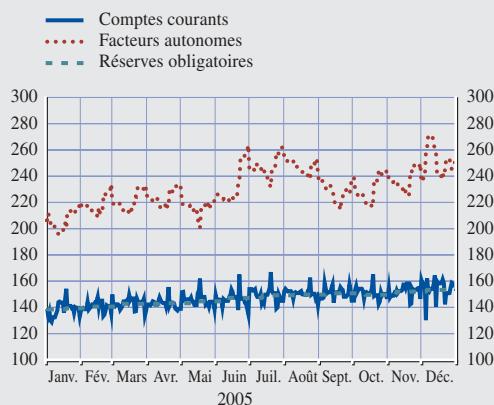
Les évolutions à la fin de l'année 2005 ont fourni la première occasion de tester, jusqu'à un certain point, la capacité du cadre opérationnel – tel que modifié en mars 2004² – à neutraliser, durant une période de constitution, l'incidence d'une modification des anticipations relatives aux taux directeurs de la BCE. Après plus de deux ans durant lesquels aucune modification des taux d'intérêt n'avait été attendue, le marché monétaire a été marqué, en novembre 2005, par des anticipations de hausse des taux d'intérêt. À la suite d'une déclaration du président de la BCE le 18 novembre, précédant la réunion du Conseil des gouverneurs du 1^{er} décembre, le taux des opérations au jour le jour a augmenté de 12 points de base. Quelques jours plus tard, il a toutefois commencé à baisser et, après une adjudication de liquidité au-dessus du montant de référence³ lors de la dernière opération principale de refinancement de la période de constitution, assortie d'un communiqué explicatif, ce taux s'est encore rapproché de son niveau d'origine. Il semble dès lors que, malgré la réaction de départ, l'alignement du début de la période de constitution avec la mise en œuvre des décisions de modification des taux d'intérêt a effectivement contribué à éviter des interférences importantes et prolongées découlant des anticipations de modification des taux d'intérêt durant la période de constitution précédente.

L'ÉVALUATION ET LA GESTION DES CONDITIONS DE LIQUIDITÉ

La gestion de liquidité de l'Eurosystème repose sur l'évaluation journalière des conditions de liquidité dans le système bancaire de la zone

Graphique 38 Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2005

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

euro, en vue de déterminer les besoins de liquidité du système et donc le volume de liquidité à allouer au cours des opérations principales de refinancement hebdomadaires, des opérations principales de refinancement à plus long terme sur base mensuelle et éventuellement par le biais d'autres opérations d'*open market*, telles que des opérations de réglage fin. Les besoins de liquidité du système bancaire se définissent comme la somme des réserves obligatoires imposées aux banques, par les excédents de réserves détenus en sus des réserves obligatoires sur les comptes courants des établissements de crédit ouverts auprès de leur BCN (excédents de réserves) et par les

1 On trouvera une description détaillée du cadre opérationnel dans la publication de la BCE intitulée *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : documentation générale sur les instruments et les procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*, février 2005.

2 Deux changements ont été introduits en mars 2004 : a) le calendrier des périodes de constitution des réserves a été modifié de façon à ce que ces périodes débutent toujours le jour de règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle doit être prise la décision mensuelle sur l'orientation de la politique monétaire et b) la durée des opérations principales de refinancement a été ramenée de deux semaines à une semaine. Cf. le *Rapport annuel 2004* de la BCE, pp. 92-93.

3 Le montant de référence est le montant alloué normalement nécessaire à l'établissement de conditions équilibrées sur le marché monétaire à court terme, compte tenu de la prévision complète de liquidité de l'Eurosystème. Le montant de référence publié est arrondi aux 500 millions d'euros les plus proches.



facteurs autonomes (cf. graphique 38). Ces derniers sont constitués d'une série de rubriques dans le bilan de l'Eurosystème qui ont une incidence sur les besoins de liquidité des banques mais qui ne relèvent normalement pas du contrôle direct de la gestion de liquidité de l'Eurosystème (par exemple les billets en circulation, les dépôts des administrations publiques et les réserves nettes de change).

En 2005, les besoins journaliers de liquidité du système bancaire de la zone euro se sont élevés en moyenne à 377,4 milliards d'euros, en augmentation de 21 % par rapport à 2004. Les réserves obligatoires ont atteint en moyenne 146,5 milliards d'euros, les excédents de réserves 0,8 milliard d'euros et les facteurs autonomes 230,1 milliards d'euros. De tous les facteurs autonomes, ce sont les billets de banque qui ont continué d'afficher le taux de progression annuel le plus élevé. Le montant moyen des billets en circulation a progressé d'environ 15 %, soit un rythme similaire à celui de 2004. La circulation des billets a atteint un record de 568 milliards d'euros le 24 décembre 2005.

LES OPÉRATIONS PRINCIPALES DE REFINANCEMENT

Les opérations principales de refinancement sont des opérations hebdomadaires d'apport de liquidité, ayant une échéance d'une semaine. Elles sont effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux variable assortis d'un taux de soumission minimal, selon la procédure d'adjudication à taux multiples. Les opérations principales de refinancement sont les opérations d'*open market* les plus importantes effectuées par l'Eurosystème. En effet, elles jouent un rôle

clé en assurant le pilotage des taux d'intérêt et la gestion de la liquidité du marché monétaire ainsi qu'en signalant l'orientation de la politique monétaire par le biais du niveau du taux de soumission minimal.

Afin d'aider les établissements de crédit à préparer leurs offres pour les opérations principales de refinancement, la BCE a continué en 2005 à publier chaque semaine une prévision de la moyenne journalière des facteurs autonomes, ainsi que le montant de référence. L'objectif de cette politique de communication est d'éviter une mauvaise perception par le marché de la question de savoir si les décisions d'adjudication en matière d'opérations principales de refinancement visent à équilibrer la liquidité ou non.

Les montants alloués en 2005 par le biais des opérations principales de refinancement ont été compris entre 259,0 milliards d'euros et 333,5 milliards d'euros. Le nombre moyen de soumissionnaires par opération principale de refinancement s'est établi à 351, un chiffre proche des niveaux observés en 2004 après la mise en œuvre des modifications apportées au cadre. Les liquidités fournies par le biais des opérations principales de refinancement ont représenté 77 % du montant global net des liquidités fournies par l'Eurosystème dans le cadre des opérations de politique monétaire. L'écart moyen entre le taux marginal et le taux de soumission minimal a atteint 5,3 points de base, contre 1,6 point de base en 2004 et 4,7 points de base en 2003. Cet écart est généralement resté stable à 5 points de base durant les trois premiers trimestres de 2005,

puis il a entamé un mouvement à la hausse en septembre, pour atteindre 7 points de base à la mi-octobre. À ce moment, la BCE a fait part de ses préoccupations face à cet élargissement et a commencé à appliquer une politique visant à adjuer un montant légèrement supérieur au montant de référence, tout en continuant à viser des conditions équilibrées à la fin de la période de constitution des réserves. Cette « politique d'adjudication généreuse » a effectivement conduit à une stabilisation, à 5 points de base, de l'écart entre le taux marginal et le taux de soumission minimal.

LES OPÉRATIONS DE RÉGLAGE FIN

À la suite des modifications au cadre opérationnel mises en œuvre en mars 2004, la marge pour l'accumulation d'erreurs de prévisions de la liquidité pendant la période de huit jours entre la dernière opération principale de refinancement d'une période de constitution de réserves et la fin de cette période s'est accrue. La différence absolue entre les prévisions et le résultat effectif sur 8 jours a atteint une moyenne de 7,16 milliards d'euros en 2005. Afin d'éviter que ces erreurs n'entraînent un recours important aux facilités permanentes et de prévenir des écarts importants entre le taux au jour le jour et le taux de soumission minimal, la BCE a effectué des opérations de réglage fin le dernier jour de la période de constitution des réserves, chaque fois qu'elle prévoyait des déséquilibres de liquidité prononcés. Au total, neuf opérations de réglage fin ont été réalisées, trois d'entre elles destinées à fournir de la liquidité (18 janvier, 7 février et 6 septembre) et six destinées à retirer de la liquidité (8 mars, 7 juin, 12 juillet, 9 août, 11 octobre et 5 décembre). Elles avaient toutes pour objectif de rétablir des conditions de liquidité équilibrées et ont contribué à stabiliser le taux des opérations au jour le jour à la fin de la période de constitution des réserves.

LES OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME

Les opérations de refinancement à plus long terme sont des opérations d'apport de liquidités effectuées mensuellement. Les liquidités sont

généralement allouées le dernier mercredi du mois et ont une échéance de trois mois, donnant ainsi l'occasion aux banques de couvrir leurs besoins de liquidités sur une plus longue période. Contrairement aux opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme ne sont pas utilisées pour donner des signaux quant à l'orientation de la politique monétaire de l'Eurosystème. Elles sont effectuées comme des adjudications à taux variable classiques, avec un montant préannoncé, et permettent ainsi à l'Eurosystème de retenir les taux de soumission proposés.

Les opérations de refinancement à plus long terme ont représenté environ 23 % de l'ensemble des liquidités nettes fournies en 2005 par le biais d'opérations d'*open market*. Le volume d'adjudication pour chaque opération est passé de 25 à 30 milliards d'euros en janvier 2005 et à 40 milliards d'euros en janvier 2006.

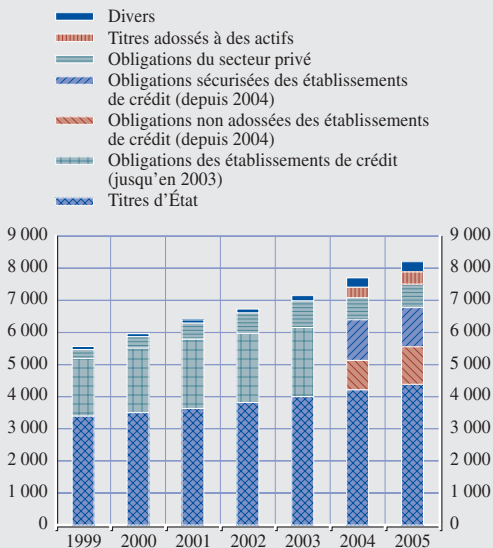
LES FACILITÉS PERMANENTES

Les deux facilités permanentes offertes par l'Eurosystème, à savoir la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt, fournissent et retirent de la liquidité au jour le jour, à des taux d'intérêt qui constituent un corridor pour le taux interbancaire au jour le jour. En 2005, la largeur du corridor est restée inchangée à 200 points de base, autour du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement.

En 2005, le recours journalier moyen à la facilité de prêt marginal s'est élevé à 106 millions d'euros, tandis que le recours journalier moyen à la facilité de dépôt a atteint 122 millions d'euros. Cette faible utilisation des facilités permanentes en 2005 a été conforme aux années précédentes et est le signe de l'efficacité élevée du marché interbancaire, ainsi que des déséquilibres plus réduits de liquidité observés le dernier jour de chaque période de constitution des réserves. Cette diminution des déséquilibres de liquidité est cohérente avec un recours plus fréquent en 2005 aux opérations de réglage fin dans le cas

Graphique 39 Actifs négociables éligibles

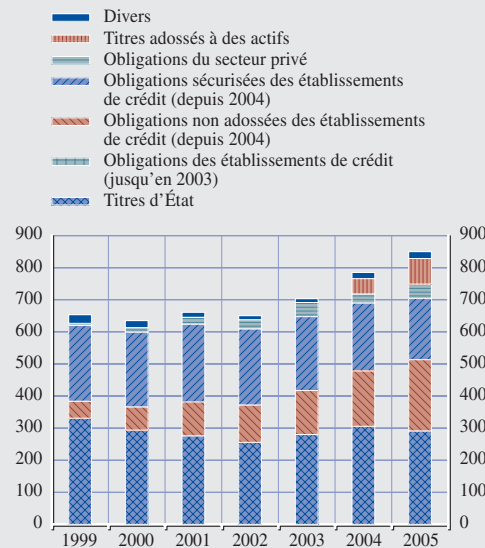
(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique 40 Actifs négociables livrés en garantie

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

d'erreurs importantes dans les prévisions de la liquidité.

LE SYSTÈME DE RÉSERVES OBLIGATOIRES

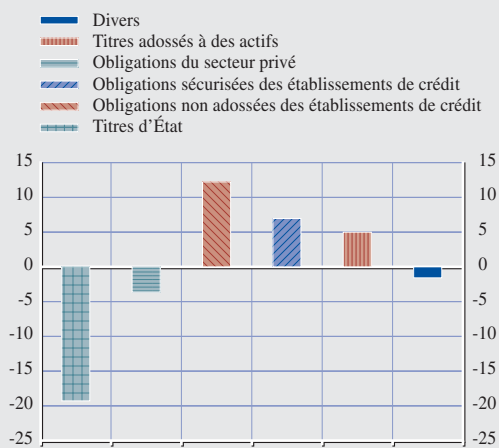
Les établissements de crédit de la zone euro doivent détenir des réserves obligatoires sur des comptes ouverts auprès des BCN. Les réserves obligatoires s'élèvent à 2 % de l'assiette des réserves d'un établissement de crédit. Celle-ci est déterminée par rapport à des éléments du bilan de l'établissement de crédit. L'obligation en matière de réserves doit être remplie en moyenne sur une période de constitution des réserves. Le système remplit deux fonctions : d'abord stabiliser les taux du marché monétaire à court terme par le mécanisme de constitution des réserves en moyenne, et ensuite élargir le déficit de liquidité, c'est-à-dire le besoin global de refinancement des banques auprès de l'Eurosystème. Le montant des réserves obligatoires a progressivement augmenté en 2005, atteignant 153 milliards d'euros durant la dernière période de constitution de l'année.

LES ACTIFS ADMIS EN GARANTIE DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Afin de couvrir l'Eurosystème contre des pertes éventuelles, toutes les opérations de crédit doivent s'appuyer sur des garanties appropriées. Étant donné la nature particulière des marchés financiers européens et le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème, une large gamme d'actifs est acceptée en garantie. La valeur moyenne des garanties négociables éligibles s'est élevée en 2005 à 8 300 milliards d'euros, en hausse de 7 % par rapport à 2004 (cf. graphique 39). Les titres publics ont représenté 53 % du total, le reste prenant la forme d'obligations sécurisées (c'est-à-dire des titres du type *Pfandbriefe*) ou non, émises par les établissements de crédit (29 %), des obligations émises par les entreprises (9 %), des titres adossés à des actifs (5 %) et d'autres obligations, telles que les titres émis par des institutions supranationales (4 %). La valeur moyenne des actifs négociables déposés par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème s'est établie à 866 milliards d'euros en 2005, contre 787 milliards d'euros en 2004 (cf. graphique 40).

Graphique 41 Différence entre la part des actifs négociables éligibles et la part des actifs livrés en garantie

(en pourcentage)



Source : BCE

Le graphique 41 illustre la différence entre les actifs éligibles pouvant être utilisés en garantie et ceux effectivement livrés en garantie des concours de l'Eurosystème, répartis par type d'actifs. Les titres publics ont représenté 53 % des garanties négociables disponibles, mais seulement 34 % des actifs livrés. À l'inverse, les obligations non adossées émises par les établissements de crédit ont représenté 14 % des garanties négociables disponibles mais 27 % des actifs livrés. Quant aux titres adossés à des actifs, ils représentent 5 % des garanties négociables disponibles mais 10 % des actifs livrés.

Un certain nombre d'évolutions importantes ont été observées en 2005 dans le cadre de la politique de garanties de l'Eurosystème. D'abord, l'Eurosystème a finalisé sa reformulation des critères d'éligibilité pour les titres adossés à des actifs. Cette étape était nécessaire puisque ces titres deviennent une source toujours plus importante de garantie dans les opérations de l'Eurosystème et que les contreparties demandaient une plus grande transparence concernant les types de titres adossés à des actifs qui sont acceptés. Les critères adaptés ont été rendus publics en janvier 2006 et ils seront applicables à partir de mai 2006. Les titres adossés à des actifs qui se

trouvent actuellement sur la liste des actifs éligibles mais qui ne satisfont pas aux critères perdront leur éligibilité en octobre 2006.

L'Eurosystème a également précisé le critère de crédit minimum qui a été appliqué de manière uniforme pour accepter des actifs en garantie depuis l'introduction de la monnaie unique – à savoir, au moins une notation « simple A » d'une des trois principales agences de notation internationales. La notation « simple A » équivaut à une notation à long terme d'au moins A- de Standard & Poor's ou de Fitch Ratings ou d'au moins A3 de Moody's. Il a également été spécifié que cette obligation s'applique de la même façon aux émetteurs des secteurs public et privé.

Des progrès ont également été réalisés en vue d'établir une liste unique de garanties, qui remplacera progressivement l'actuel système de garanties à deux niveaux. La liste unique devrait accroître la disponibilité des garanties, augmentant ainsi l'égalité de traitement dans la zone euro, notamment l'égalité de traitement des contreparties et des émetteurs et améliorant la transparence globale du cadre des garanties. Les deux premières mesures principales en vue de la mise en œuvre de la liste unique sont entrées en vigueur en 2005 :

- D'abord, la liste des marchés non réglementés acceptés par l'Eurosystème dans le cadre de la gestion des garanties a été publiée le 30 mai. Cette liste est disponible sur le site de la BCE et sera mise à jour au moins une fois par an. Les actifs qui ne sont enregistrés, cotés ou négociés que sur des marchés non réglementés non inclus dans cette liste resteront acceptables jusqu'en mai 2007. Après cette date, ils deviendront inéligibles.
- Deuxièmement, une nouvelle catégorie de garanties auparavant inéligibles, à savoir les titres de créance libellés en euro, émis par des entités implantées dans des pays du G10 qui ne font pas partie de l'EEE a été incluse le 1^{er} juillet dans la liste de niveau 1. Le

montant total des nouvelles garanties éligibles a atteint 137 milliards d'euros à la fin de 2005. L'utilisation de ces nouveaux instruments a progressivement augmenté au cours du deuxième semestre de 2005, pour atteindre 5,3 milliards d'euros à la fin du mois de décembre.

En février 2005, le Conseil des gouverneurs a annoncé que l'étape suivante vers une liste unique – l'inclusion des prêts bancaires – aurait lieu selon le calendrier suivant :

- Les prêts bancaires seront admis en garantie des concours de l'Eurosystème dans tous les pays de la zone euro à partir du 1^{er} janvier 2007, lorsque des critères communs d'éligibilité et le cadre d'évaluation du risque de crédit de l'Eurosystème (*Eurosystem credit assessment framework – ECAF*) seront mis en œuvre. L'ECAF est un ensemble de procédures et de normes qui fixent les exigences de l'Eurosystème selon lesquelles toute garantie éligible dans la future liste unique doit répondre à des critères élevés de crédit (cf. ci-après).
- Entre le 1^{er} janvier 2007 et le 31 décembre 2011, un régime intermédiaire sera applicable, permettant à chaque BCN de la zone euro de déterminer le seuil au-delà duquel les prêts seront admis en garantie et de décider si une commission de gestion doit être appliquée.
- À partir du 1^{er} janvier 2012, un régime unique sera mis en place pour l'utilisation des prêts bancaires en garantie, avec un seuil minimum commun de 500 000 euros.

En juillet 2005, le Conseil des gouverneurs a approuvé les critères généraux d'éligibilité que les prêts bancaires devront remplir et en novembre 2005, il a approuvé les éléments clés du cadre d'évaluation du risque de crédit de l'Eurosystème (ECAF), qui garantiront que les débiteurs répondent aux normes élevées de solidité financière de l'Eurosystème. Les travaux relatifs à la mise en œuvre du cadre des



prêts bancaires sont en cours. Les derniers détails techniques et opérationnels concernant l'inclusion des prêts bancaires seront annoncés au cours du premier semestre de 2006.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

Lorsqu'il effectue des opérations de crédit dans le cadre de la politique monétaire ou des systèmes de paiement, l'Eurosystème encourt des risques de crédit et de marché liés à une défaillance potentielle de la contrepartie. Ces risques sont réduits par l'obligation de fournir des garanties adéquates, comme le prévoit l'article 18.1 des statuts du SEBC, combinée à une évaluation appropriée des garanties et à des mesures de contrôle des risques.

L'ECAF sera opérationnel à partir du 1^{er} janvier 2007. Ce cadre se base sur quatre sources d'évaluation de la qualité des crédits : des organismes externes d'évaluation de crédit, les systèmes d'évaluation des risques de crédit propres aux BCN, les systèmes internes des contreparties basés sur des notations, et les instruments de notation fournis par des tiers. Cohérence, précision et comparabilité seront les principes fondamentaux sous-tendant l'ECAF.

Afin de garantir l'application de ces principes fondamentaux, toutes les sources d'évaluation de la qualité du crédit devront répondre à certains critères d'éligibilité. De plus, une série de spécifications et d'outils techniques –

comprenant un seuil de qualité du crédit ainsi qu'une procédure de contrôle et de rapport sur les résultats d'évaluation du crédit seront utilisés afin d'assurer que les garanties éligibles répondent aux normes minimales de solvabilité.

En ce qui concerne la référence pour le risque de crédit, l'Eurosystème n'acceptera en principe que les titres de créance d'emprunteurs :

- ayant au moins une cotation « simple A » d'une des trois principales agences de notation internationales ; ou
- ayant une probabilité de défaut de paiement inférieure ou égale à 0,10 %, en ce compris les emprunteurs appartenant à une classe de risque présentant une probabilité attendue de défaut de paiement à un an qui soit inférieure ou égale à 0,10 %.

Cette définition s'applique de manière égale aux émetteurs privés et publics, ainsi que l'exige l'article 102 du traité, qui interdit à la BCE d'accorder des conditions plus favorables aux titres de créance du secteur public.

1.2 LES OPÉRATIONS DE CHANGE

En 2005, la BCE n'a procédé à aucune intervention sur le marché des changes pour des raisons de politique monétaire. Ses opérations de change n'ont concerné que son activité de placement. Par ailleurs, la BCE n'a procédé à aucune opération de change dans une des monnaies hors euro participant au MCE II.

L'accord permanent entre la BCE et le FMI, visant à faciliter la réalisation d'opérations en droits de tirage spéciaux (DTS) par le FMI pour le compte de la BCE avec d'autres détenteurs de DTS, a été mis en œuvre à cinq reprises en 2005.

1.3 LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT

Les activités de placement de la BCE sont organisées de façon à garantir qu'aucune

information d'initiés concernant les actions de politique monétaire de banque centrale ne puisse être utilisée lors de la prise de décisions concernant des placements. Un ensemble de règles et de procédures, connues sous le nom de « muraille de Chine », séparent les services de la BCE impliqués dans des activités de placement des autres services de la BCE.

LA GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE

Le portefeuille des réserves de change de la BCE reflète les transferts à la BCE des réserves de change des BCN de la zone euro, ainsi que les opérations antérieures sur or et de change de la BCE. Le but principal des réserves de change de la BCE est de faciliter les interventions de la BCE sur le marché des changes. Les objectifs de la gestion des réserves de change de la BCE sont, par ordre d'importance, la liquidité, la sécurité et le rendement. En 2005, les réserves de change de la BCE ont été gérées de façon décentralisée, chaque BCN détenant et gérant activement une part du portefeuille de la BCE.

Le portefeuille des réserves de change de la BCE consiste essentiellement en dollars des États-Unis, mais il comprend également des yens japonais, de l'or et des DTS. L'or et les avoirs en DTS n'ont pas fait l'objet de placements actifs en 2005. La BCE a effectué des ventes d'or pour un montant de 47 tonnes d'or au total. Ces ventes ont été entièrement conformes à l'accord du 27 septembre 2004 sur les avoirs en or des banques centrales, dont la BCE est signataire. La valeur des avoirs officiels de change de la BCE au taux de change du moment et aux prix du marché est passée de 35,1 milliards d'euros à la fin de 2004 à 41,0 milliards d'euros à la fin de 2005. Les variations de la valeur du portefeuille au cours de 2005 ont principalement reflété l'appréciation du dollar américain et de l'or vis-à-vis de l'euro, ainsi que les rendements positifs (y compris les plus-values et les revenus d'intérêts) générés par les activités de gestion du portefeuille.

En janvier 2006, un nouveau cadre opérationnel a été mis en œuvre pour la gestion des réserves de change de la BCE. Ces modifications ont été apportées en vue d'accroître l'efficacité de l'exécution décentralisée des opérations de placement au sein de l'Eurosystème. En ce qui concerne la gestion opérationnelle des réserves de change de la BCE (c'est-à-dire l'exécution des opérations de placement de ces fonds), la règle est désormais que chaque BCN de la zone euro ne peut gérer qu'un seul portefeuille (à savoir, soit un portefeuille en dollars des États-Unis, soit un portefeuille en yens). Toutefois, deux BCN gèrent chacune deux portefeuilles. De plus, une BCN de la zone euro peut choisir de ne plus participer à la gestion opérationnelle des réserves de change de la BCE, tout en restant impliquée dans des activités stratégiques de gestion du portefeuille, telles que les révisions du portefeuille de référence stratégique et les révisions du cadre de contrôle des risques. Les BCN de la zone euro qui choisissent de prendre part à la gestion opérationnelle peuvent également mettre ces activités en commun.

L'année 2005 a vu la poursuite des travaux visant à étendre la liste des instruments éligibles dans lesquels les réserves de change peuvent être investies. Au début de 2006, les *swaps* de change et les titres scindés américains (STRIP)⁴ ont été ajoutés à la liste. Des préparatifs ont également été entamés pour l'introduction des *swaps* de taux d'intérêt.

LA GESTION DES FONDS PROPRES

Le portefeuille des fonds propres de la BCE est constitué par la part libérée du capital souscrit et le fonds de réserve général. Ce portefeuille doit fournir à la BCE une réserve destinée à faire face à des pertes éventuelles. L'objectif de la gestion de ce portefeuille est de générer sur le long terme des rendements supérieurs au taux moyen des opérations principales de refinancement de la BCE. En 2005, la liste des émetteurs d'instruments éligibles pour le placement a été élargie au segment des agences de premier rang et des obligations sécurisées. Au début de 2006, les obligations

non adossées privilégiées émises par des sociétés du secteur financier ayant des notations de crédit élevées ont été ajoutées à la liste des options de placement.

Le portefeuille de fonds propres de la BCE aux prix du marché est passé de 6,1 milliards d'euros à la fin de 2004 à 6,4 milliards d'euros à la fin de 2005, ce qui reflète les rendements positifs de gestion du portefeuille sous la forme de plus-values et de revenus d'intérêts.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

Le cadre utilisé par la BCE pour réduire les risques financiers qu'elle encourt (tels que les risques de marché, de crédit et de liquidité) est mis en œuvre notamment par le biais d'obligations strictes (telles que des restrictions en termes de durée, de répartition des devises et de liquidité minimale du portefeuille) et par un système précis de limites, dont le respect est surveillé et vérifié quotidiennement. En 2005, des préparatifs ont été effectués pour la mise en œuvre du « risque potentiel de perte maximale » (*Value-at-risk*)⁵ comme outil principal visant à définir les seuils en matière de risques associés aux positions de négociations des gestionnaires de portefeuilles par rapport aux portefeuilles de référence de la BCE. Le « risque potentiel de perte maximale » présente plusieurs avantages conceptuels et, en tant qu'instrument de mesure global du risque, il connaît un grand succès dans le monde financier. Cela ressort également de l'importance qui lui a été attribuée dans le nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, dans le cadre du calcul des exigences de fonds propres.

4 STRIP est l'acronyme de *Separate Trading of Registered Interest and Principal*.

5 Le risque potentiel de perte maximale (*value-at-risk*) est défini comme le niveau de perte qui peut être dépassé avec une certaine probabilité sur un horizon temporel précis. Par exemple, le risque potentiel de perte maximale de 99 % à un an est la perte qui sera dépassée dans l'année avec seulement 1 % de probabilité.

2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES

L'Eurosystème a pour mission statutaire de promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Le principal instrument dont il dispose pour mener à bien cette mission – outre sa fonction de surveillance – est l'offre de dispositifs de paiement et de règlement de titres. Pour ce faire, l'Eurosystème a créé le Système européen de transfert de montants élevés à règlement brut en temps réel, appelé *Target*, pour les paiements de montants élevés en euros. Ces dernières années, *Target* a fait l'objet de plusieurs adaptations, et des projets sont en cours pour mettre au point un système de deuxième génération, baptisé *Target 2*.

En août 2005, la BCE a communiqué sa position sur la « Fourniture par les banques centrales de services de paiement de masse en euros aux établissements de crédit ». Rappelant l'obligation statutaire de l'Eurosystème de favoriser la fourniture de services aux établissements de crédit pour le traitement des paiements de masse en euros, elle souligne notamment que les BCN offrant des services de paiement de masse aux établissements de crédit prennent dûment en considération les exigences et l'environnement concurrentiel du marché concerné, y compris le recouvrement des coûts.

En ce qui concerne les règlements de titres, l'Eurosystème et le marché proposent plusieurs canaux qui facilitent l'utilisation transfrontière de garanties.

2.1 LE SYSTÈME TARGET

Le système *Target* actuel est un « système de systèmes » composé des systèmes de règlement brut en temps réel (RBTR/RTGS) de seize États membres de l'UE, du mécanisme de paiement de la BCE (EPM), ainsi que d'un mécanisme d'interconnexion permettant le traitement des paiements entre les systèmes ainsi reliés.

En 2005, *Target* a continué de contribuer à l'intégration du marché monétaire en euros et à jouer un rôle de premier plan dans la mise en œuvre harmonieuse de la politique monétaire

unique, étant donné que les opérations de crédit de l'Eurosystème sont traitées par le biais de ce système. Grâce au service de règlement en temps réel en monnaie de banque centrale qu'il offre et à sa large couverture de marché, le système *Target* attire également une grande diversité d'autres paiements. *Target* a fonctionné régulièrement et avec succès en 2005 et a assuré le règlement d'un nombre toujours croissant de paiements de montants élevés en euros, conformément à l'objectif de l'Eurosystème, qui est de promouvoir le règlement en monnaie de banque centrale, un moyen de paiement extrêmement sûr. En 2005, 89 % du volume total des paiements de gros montants en euros ont été traités par *Target*. Le système est disponible pour tous les virements en euros entre banques connectées et ce, sans qu'aucune limite minimale ou maximale ne soit imposée à la valeur des paiements traités. Ce type de transferts peut aussi bien être effectué entre des banques établies dans un même État membre (flux nationaux) qu'entre celles implantées dans des États membres différents (flux transfrontières).

Une enquête menée en 2005 a fait apparaître que *Target* comptait 10 564 participants le 31 décembre 2004. Au total, des messages *Target* peuvent être adressés à quelque 53 000 établissements, et plus précisément à des succursales de participants, grâce à un code d'identification bancaire (BIC – *Bank Identifier Code*).

LE FONCTIONNEMENT DE TARGET

En 2005, le volume et la valeur des paiements effectués par *Target* se sont accrus tous deux de 10 % en moyennes journalières. Le tableau 12 compare les flux de paiements effectués par *Target* en 2005 aux transactions de l'année précédente.

En 2005, la disponibilité globale du système *Target*, c'est-à-dire la mesure dans laquelle les participants ont eu la possibilité d'utiliser le système sans incident pendant les heures d'ouverture de celui-ci a atteint 99,83 % (cf. tableau 13). En moyenne, 95,59 % des

paiements transfrontières ont été effectués dans un délai de cinq minutes.

LES PROCÉDURES DE SECOURS POUR LES PAIEMENTS D'IMPORTANCE SYSTÉMIQUE DANS TARGET

Compte tenu du rôle clé de *Target* sur le marché et de sa large couverture de marché, une protection efficace contre une large palette de risques est essentielle à la fiabilité et au bon fonctionnement du système. Il est extrêmement important que les paiements d'importance systémique, c'est-à-dire les paiements qui impliquent un risque systémique s'ils ne sont pas traités dans les délais voulus, soient effectués sans délai, même dans des circonstances exceptionnelles. L'Eurosystème a mis en place des procédures de secours afin de garantir que ces paiements soient traités de manière ordonnée, même en cas de dysfonctionnement du système *Target*. En 2005, les banques centrales ont procédé à des essais (impliquant souvent des banques commerciales), qui ont prouvé l'efficacité des procédures de secours du système *Target* et ont confirmé que l'Eurosystème était à même de garantir le bon fonctionnement des systèmes de paiement et des marchés financiers en cas de crise.

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

En octobre 2002, le Conseil des gouverneurs a décidé que, à la suite de l'élargissement de l'UE, les BCN des nouveaux États membres pourraient, si elles le souhaitent, être connectées à l'actuel système *Target*. Vu la courte durée de vie restante du système *Target* actuel et afin de réduire les coûts, l'Eurosystème a mis en place d'autres solutions que la pleine intégration, qui permettent aux BCN des nouveaux États membres de se connecter au système *Target* actuel.

La Pologne est le premier nouvel État membre à avoir rejoint *Target*. Le système de règlement brut en temps réel en euros de la Narodowy Bank Polski (SORBNET-EURO) a été connecté à *Target* le 7 mars 2005 par l'intermédiaire du système RTGS de la Banca d'Italia (BI-REL).

Tableau 12 Flux de paiements dans Target¹⁾

En volume (nombre de transactions)	2004	2005	Variations (en pourcentage)
Ensemble des paiements			
Total	69 213 486	76 150 602	9
Moyenne quotidienne	267 234	296 306	10
Paievements Target intra État membre²⁾			
Total	52 368 115	58 467 492	10
Moyenne quotidienne	202 193	227 500	11
Paievements Target inter États membres			
Total	16 845 371	17 683 110	5
Moyenne quotidienne	65 040	68 806	5
En valeur (en milliards d'euros)			
Ensemble des paiements			
Total	443 992	488 900	9
Moyenne quotidienne	1 714	1 902	10
Paievements Target intra État membre²⁾			
Total	297 856	324 089	8
Moyenne quotidienne	1 150	1 261	9
Paievements Target inter États membres			
Total	146 137	164 812	11
Moyenne quotidienne	564	641	12

Source : BCE
 1) 259 jours de fonctionnement en 2004 et 257 jours en 2005
 2) Y compris les flux de paiements des participants à distance

Tableau 13 Disponibilité globale de Target

(en pourcentage)	
Système RTGS	2005
EPM (BCE)	99,52
ELLIPS (BE)	99,66
KRONOS (DK)	99,84
RTGSplus (DE)	99,24
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,93
TBF (FR)	99,62
IRIS (IE)	99,93
BI-REL (IT)	99,89
LIPS-Gross (LU)	99,93
TOP (NL)	100,00
ARTIS (AT)	99,86
SORBNET-EURO (PL)	100,00
SPGT (PT)	99,97
BOF-RTGS (FI)	99,98
E-RIX (SE)	99,89
CHAPS Euro (UK)	99,97
Disponibilité globale du système	99,83

Source : BCE

LES RELATIONS AVEC LES UTILISATEURS DE TARGET ET LES OPÉRATEURS DE SYSTÈMES DE RÈGLEMENT EN TEMPS RÉEL D'AUTRES ZONES MONÉTAIRES

Le SEBC entretient d'étroites relations avec les utilisateurs de *Target* afin que leurs besoins reçoivent l'attention nécessaire et qu'une réponse adéquate y soit apportée. En 2005, comme les années précédentes, des réunions des seize BCN reliées à *Target* et les groupes d'utilisateurs nationaux de *Target* ont régulièrement eu lieu. En outre, des réunions mixtes du *Working Group* du SEBC sur *Target 2* et du *Target Working Group*, qui rassemble des représentants de banques européennes, ont été organisées pour discuter de questions opérationnelles liées à *Target*. Les questions stratégiques ont été examinées au sein du *Contact Group on Euro Payments Strategy*, une enceinte à laquelle participent des responsables de haut niveau des banques centrales et des banques commerciales. En tant qu'opérateur de l'un des systèmes RTGS les plus importants au monde, l'Eurosystème entretient des contacts étroits avec les opérateurs de systèmes RTGS d'autres zones monétaires. Les interconnexions croissantes, dues par exemple aux activités du système *Continuous Linked Settlement* (CLS), nécessitent des échanges de vue sur toutes les questions pratiques.

2.2 TARGET 2

Le 8 février 2005, la BCE a publié le premier rapport d'étape sur *Target 2*. Ce rapport contient des informations sur les décisions prises par le Conseil des gouverneurs en décembre 2004 concernant le service *Target 2*, le cadre général de tarification pour le tronc commun de services et la migration vers *Target 2*. Il passe également en revue l'ensemble de la planification du projet.

Le deuxième rapport d'étape a été publié le 21 octobre 2005. Il présente les décisions du Conseil des gouverneurs sur, principalement, la date de lancement prévue, les dates des différentes périodes de migration et la tarification du service de *pooling* de la liquidité et du

règlement des systèmes exogènes. Il expose également, dans les grandes lignes, une structure tarifaire pour le tronc commun de services de *Target 2*, qui sera examiné conjointement avec la communauté bancaire avant la prise de décision finale. Enfin, le rapport détaille la plage de fonctionnement de *Target 2* et le travail effectué quant aux procédures de secours.

La plupart des travaux préparatoires entrepris en 2005 ont porté sur la finalisation des spécifications fonctionnelles. Élaborée en étroite collaboration avec la communauté des utilisateurs de *Target*, une version provisoire des Spécifications fonctionnelles détaillées pour l'utilisateur (*User Detailed Functional Specifications – UDFS*) a été achevée à la fin d'août 2005. Les UDFS définitives (version 2.0) ont été mises à la disposition des utilisateurs le 30 novembre. La mise au point a permis de progresser en ce qui concerne le développement et la mise en œuvre technique de la plate-forme partagée unique pour *Target 2*, ainsi que l'adaptation des systèmes internes de connexion de chaque participant au nouveau système.

Pour ce qui est de la date de démarrage prévue, le Conseil des gouverneurs a fait savoir au marché le 17 juin 2005 que la période de consultation intensive des utilisateurs était arrivée à son terme et que la première période de migration débuterait au second semestre de 2007. Après un examen détaillé de la programmation, la date de migration du premier groupe de pays a été fixée au 19 novembre 2007. Toutes les banques centrales participant à *Target 2* et leurs communautés bancaires nationales devraient utiliser le nouveau système dès mai 2008. La Sveriges Riksbank et la Bank of England ont décidé de ne pas se connecter à *Target 2*.

Une grande partie des travaux effectués en 2005 se sont concentrés sur la préparation des tests et des migrations. L'Eurosystème a accepté de scinder la migration en quatre vagues, la dernière étant réservée exclusivement aux imprévus. Les vagues de migration successives

seront composées de groupes constitués de la banque centrale nationale et des communautés bancaires respectives. Les dates suivantes sont retenues: le 19 novembre 2007, le 18 février 2008, le 19 mai 2008 et le 15 septembre 2008 (dans l'éventualité où la période réservée aux imprévus devrait être utilisée). En mai 2005, l'Eurosystème a publié des profils de migration nationaux décrivant l'utilisation des différents modules à compter de la date à laquelle les banques centrales migreront vers *Target 2*. Des tests seront effectués avec les utilisateurs par vague de migration. Pour chaque vague, les tests seront répartis en plusieurs niveaux comme, par exemple, le niveau institutionnel, celui des communautés bancaires nationales et le niveau européen. Les tests avec les banques centrales devraient démarrer au début de 2007. À la fin d'octobre 2005, une description générale de la planification et des aspects organisationnels des tests pour les utilisateurs a été publiée sur les sites internet des BCN.

La structure tarifaire prévue pour le tronçon commun de services poursuit deux objectifs principaux. Premièrement, elle doit assurer un large accès au système, ce qui signifie qu'elle ne doit pas dissuader les plus petites institutions de choisir une participation directe. Deuxièmement, les tarifs doivent être attractifs pour les principaux intervenants de marché, qui représentent une part très importante des transactions actuelles effectuées dans *Target*. La structure tarifaire exposée dans le deuxième rapport d'étape offre aux intervenants le choix entre d'une part, une redevance mensuelle peu élevée de 100 euros et un montant forfaitaire de 0,80 euro par transaction et d'autre part, une redevance mensuelle de 1 250 euros, plus une commission dégressive liée au volume des transactions, variant entre 0,60 euro et 0,20 euro par transaction. La redevance mensuelle est un montant fixe payable par chaque participant. Les commissions moyennes dans la structure tarifaire envisagée sont, pour presque tous les pays, largement inférieures à celles du système *Target* actuel. Toutes les banques centrales, quelle que soit leur date de migration, n'appliqueront les tarifs de *Target 2* que lorsque



les pays du troisième groupe de migration auront rejoint la plate-forme partagée, c'est-à-dire à partir de mai 2008.

Les aspects contractuels et d'autres aspects juridiques liés à *Target 2*, de même que le cadre de gestion (c'est-à-dire les procédures de secours et l'interaction avec les systèmes exogènes) ont également été examinés. L'Eurosystème continuera d'entretenir un dialogue fructueux et de collaborer étroitement avec la communauté des utilisateurs de *Target* pour le reste du projet et dressera régulièrement un rapport sur les progrès réalisés.

2.3 L'UTILISATION TRANSFRONTIÈRE DE GARANTIES

Des actifs éligibles peuvent être utilisés au-delà des frontières pour garantir tout type d'opération de crédit de l'Eurosystème au moyen du modèle de banque centrale correspondante (MBCC) ou par le biais de liens éligibles entre les systèmes de règlement de titres de la zone euro. Le MBCC est fourni par l'Eurosystème, tandis que les liens éligibles sont une solution née sous l'impulsion du marché.

Le montant des garanties transfrontières conservées par l'Eurosystème est passé de 370 milliards d'euros en décembre 2004 à 444 milliards d'euros en décembre 2005.

Globalement, à la fin de 2005, les garanties transfrontières ont représenté 49,1 % de l'ensemble des garanties fournies à l'Eurosystème. Ces chiffres confirment la tendance au renforcement de l'intégration des marchés financiers de la zone euro observée ces dernières années et la volonté croissante des contreparties de détenir dans leurs portefeuilles des actifs émis dans un autre pays de la zone euro.

LE MODÈLE DE BANQUE CENTRALE CORRESPONDANTE

Le MBCC est demeuré le principal canal utilisé pour le transfert de garanties transfrontières dans le cadre des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et de crédit intrajournalier. Il a représenté 36,7 % du total des garanties fournies à l'Eurosystème en 2005. Les actifs détenus en dépôt par le biais du MBCC sont passés de 298 milliards d'euros à la fin de 2004 à 353 milliards fin 2005.

Les activités de révision des cadres technique et opérationnel du MBCC ont débuté en 2005 en vue de la prochaine mise en œuvre du nouveau dispositif de garanties de l'Eurosystème approuvé par le Conseil des gouverneurs en juillet 2005. Ce dispositif, qui prévoit une liste unique d'actifs éligibles, permet l'utilisation de prêts bancaires comme garanties dans tous les pays de la zone euro. En prévision de l'élargissement à venir de la zone euro, des démarches préalables ont en outre été réalisées en vue d'intégrer quelques-uns des nouveaux États membres de l'UE au modèle de banque centrale correspondante.

Dans la mesure où il n'existe pas d'autre solution d'ensemble de marché que le service du MBCC, conçu comme un arrangement provisoire en l'absence d'une solution de marché applicable à l'ensemble de la zone euro, la BCE a commencé à analyser les possibilités de développement du cadre opérationnel de gestion des garanties dans l'Eurosystème.

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

LES LIENS ÉLIGIBLES ENTRE LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT DE TITRES

Il est possible de relier les systèmes de règlement de titres nationaux par des dispositions contractuelles ou opérationnelles pour permettre le transfert transfrontière de titres éligibles entre les systèmes. Après avoir été transférés à un autre système de règlement de titres via ces liens, les titres éligibles peuvent être utilisés au moyen de procédures locales de la même manière que n'importe quelle garantie nationale. Cinquante-neuf liens sont actuellement à la disposition des contreparties, mais seul un nombre limité est activement utilisé. De plus, ces liens ne couvrent qu'une partie de la zone euro. Les liens deviennent éligibles aux concours de l'Eurosystème s'ils satisfont les neuf normes d'utilisation de l'Eurosystème⁶. L'Eurosystème évalue tous les nouveaux liens ou améliorations de liens éligibles par rapport à ces normes. En 2005, trois liens éligibles existants ont été améliorés et jugés conformes.

Le nombre de garanties détenues par des liens a crû, passant de 72 milliards d'euros en décembre 2004 à 91 milliards d'euros en décembre 2005, soit 8,6 % de l'ensemble des garanties, transfrontières ou nationales, détenues par l'Eurosystème en 2005.

L'Eurosystème a décidé en 2005 que les liens relayés entre systèmes de règlement de titres pouvaient être utilisés pour les transferts transfrontières de garanties vers l'Eurosystème. Un lien relayé est un dispositif contractuel et technique permettant à deux systèmes de règlement de titres qui ne sont pas directement reliés d'effectuer une transaction par l'intermédiaire d'un troisième système de règlement de titres. En vue d'éviter que l'Eurosystème ne s'expose à un risque inadmissible, quel qu'il soit, un lien relayé utilisé par les participants du marché ne sera considéré comme éligible que si le lien et les systèmes de règlement de titres qu'il relie répondent aux normes d'utilisation de l'Eurosystème. Dans ce contexte, une méthodologie pour l'évaluation par l'Eurosystème des liens relayés a été mise au point. Une première vague d'évaluations des liens relayés a démarré en 2005.

3 LES BILLETS ET PIÈCES

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

LA DEMANDE DE BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

En 2005, la valeur des billets en euros en circulation a augmenté de 63,9 milliards d'euros pour s'établir à 565,2 milliards d'euros (cf. graphique 42). Le taux de croissance annuel a fléchi, revenant de 15,0 % en 2004 à environ 12,8 %. Le nombre de billets en circulation a, quant à lui, augmenté à un taux de croissance annuel de 7,4 %, contre 6,8 % en 2004 et a ainsi atteint 10,4 milliards à la fin de 2005 (cf. graphique 43). Des analyses statistiques ont mis en évidence que la hausse continue de la demande de billets en euros provenait, dans une certaine mesure, de marchés extérieurs à la zone euro. Selon les estimations, 10 à 20 % des billets en euros en circulation sont détenus par des non-résidents de la zone euro, principalement au titre de réserve de valeur, voire en tant que devise parallèle.

Comme tous les ans depuis le passage à l'euro, la valeur des billets en circulation a progressé plus rapidement que leur nombre en 2005. Cette constatation indique la persistance d'une demande ferme pour les grosses coupures en euros. La circulation des différentes coupures a progressé de la même façon qu'en 2004 : le nombre de billets de 5 euros, 10 euros, 20 euros

et 200 euros en circulation a crû modérément, entre 3,1 % et 3,9 %, tandis qu'avec des taux de croissance s'élevant respectivement à 11,4 %, 10,8 % et 20,9 %, la circulation des billets de 50 euros, 100 euros et 500 euros a fortement augmenté (cf. graphique 44).

Le nombre de pièces en euros en circulation n'a cessé de progresser, en valeur comme en volume, depuis janvier 2003. En 2005, la valeur des pièces en circulation (à savoir la circulation nette, hors stocks détenus par les BCN) a augmenté de 8,5 %, passant de 15,3 milliards d'euros à 16,6 milliards d'euros. Le nombre de pièces en euros en circulation s'est accru de 12,1 % et est passé de 56,2 milliards à 63,0 milliards. La hausse soutenue du nombre de pièces tient surtout à une demande croissante de pièces de faible valeur.

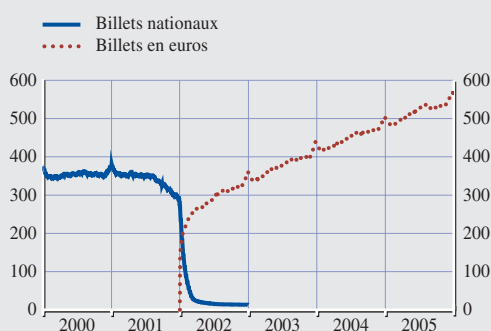
LE TRAITEMENT DES BILLETS PAR L'EUROSYSTEME

En 2005, la légère tendance à la hausse caractérisant l'émission des billets en euros et les dépôts ces dernières années s'est poursuivie. Le nombre total de billets en euros émis s'est élevé à 31,3 milliards et celui des billets retournés aux BCN à 30,6 milliards.

Les BCN authentifient tous les billets en euros qui leur reviennent et vérifient s'ils sont propres à la circulation à l'aide de machines permettant

Graphique 42 Valeur totale des billets en circulation entre 2000 et 2005

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique 43 Nombre total de billets en euros en circulation entre 2002 et 2005

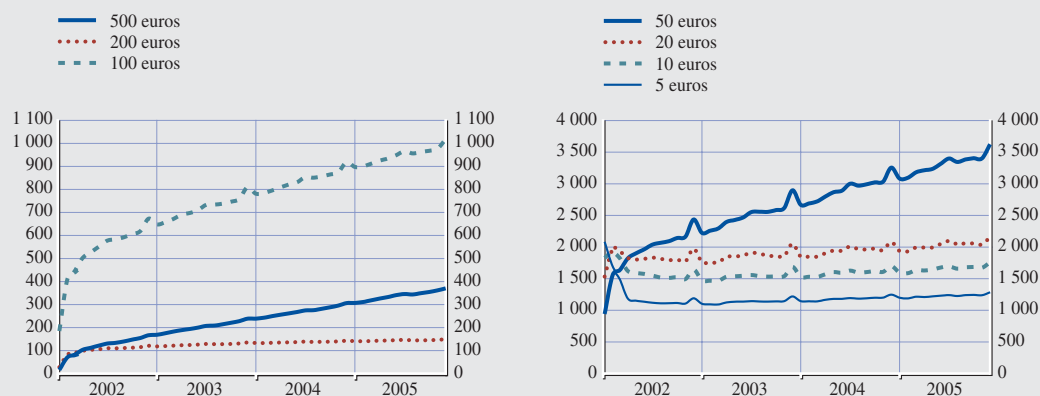
(en milliards d'unités)



Source : BCE

Graphique 44 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2005

(en millions d'unités)



Source : BCE

un traitement entièrement automatisé des billets. En 2005, approximativement un milliard de billets de plus que l'année précédente ont été vérifiés par ce biais. Quelque 4,3 milliards de billets souillés ou usés, et donc devenus impropres à la circulation, ont été détruits.

3.2 LA CONTREFAÇON DES BILLETS ET LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

LES FAUX BILLETS EN EUROS

Le nombre de faux billets en euros signalés est resté stable en 2005. Du début de 2004 à la fin de 2005, en moyenne quelque 49 000 contrefaçons ont été retirées de la circulation chaque mois. Le nombre total de faux qu'ont reçus les Centres nationaux d'analyse¹ en 2005 s'est élevé à environ 582 000, un nombre très proche de celui de 2004 (594 000). Le public peut avoir confiance en la sécurité de l'euro : la sophistication de ses signes de sécurité et l'efficacité des

autorités européennes et nationales responsables de la répression en font une devise particulièrement bien protégée. La BCE n'en recommande pas moins au public de rester vigilant et de se rappeler le test consistant à « toucher, regarder, incliner »². Le graphique 45, qui présente des chiffres semestriels depuis le lancement des billets en euros, met en évidence la tendance caractérisant les contrefaçons retirées de la circulation. Le tableau 14 fait apparaître que c'est la coupure de 50 euros qui a été le plus souvent contrefaite ; depuis 2004, la proportion de billets de 50 euros contrefaits n'a cessé de croître, alors que celle des billets de 100 euros a manifesté un recul correspondant.

LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

La BCE continue de travailler en étroite collaboration avec les BCN de la zone euro, Europol et la Commission européenne (en particulier l'Office de lutte anti-fraude ou OLAF) afin de combattre la contrefaçon. L'Eurosystème joue un rôle actif dans la formation des professionnels qui manipulent des espèces, tant dans l'UE qu'en dehors, dans le domaine de la reconnaissance et du traitement des faux billets.

Tableau 14 Répartition des faux billets par coupures

	5 euros	10 euros	20 euros	50 euros
Pourcentage	1	7	21	59
	100 euros	200 euros	500 euros	Total
Pourcentage	7	4	1	100

Source : Eurosystème

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

8 Pour plus de détails, consulter la page <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.fr.html>

Le Centre international de lutte contre la contrefaçon (CILC) évalue les nouveaux instruments de reproduction et les systèmes de lutte contre la contrefaçon et apporte son soutien au Groupe international de dissuasion de la contrefaçon (un groupe réunissant vingt-sept banques centrales, qui collaborent sous les auspices des gouverneurs des banques centrales du G10). La multiplication des systèmes de lutte contre la contrefaçon déployés a entraîné une augmentation significative des activités du CILC. L'infrastructure encourageant la lutte contre la contrefaçon n'a cessé de se développer et le site Internet mis à jour www.rulesforuse.org a tout particulièrement amélioré la communication entre les autorités émettrices et le public concernant les systèmes de lutte contre la contrefaçon.



3.3 L'ÉMISSION ET LA PRODUCTION DES BILLETS

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

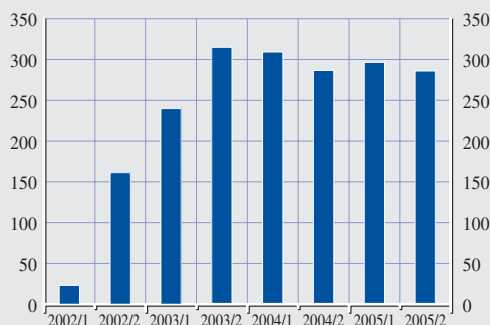
Afin de garantir l'authenticité et le bon état des billets en circulation, la BCE a adopté en janvier 2005 un cadre pour la détection des faux billets et le tri des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces. Ce cadre définit une

politique commune en matière de recyclage des billets que les établissements de crédit et autres professionnels manipulant régulièrement des espèces reçoivent de leur clientèle. Elle vise en outre à les aider à remplir leurs obligations découlant de l'article 6 du règlement du Conseil (CE) n° 1338/2001, en matière de détection et de retrait des billets en euros contrefaits. Afin de veiller à ce que la mise en œuvre du cadre se fasse uniformément dans l'ensemble de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a adopté un manuel de procédures en décembre 2005. Il appartiendra aux BCN de mettre en œuvre le cadre, compte tenu de la situation nationale (par exemple : l'environnement économique, la structure bancaire, le réseau de succursales et le rôle dans le traitement des espèces de chaque BCN), au plus tard pour la fin 2006. Une période transitoire de deux ans, qui s'achèvera au plus tard fin 2007, est en outre prévue pour l'adaptation des procédures et des machines utilisées actuellement par les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces.

Un élément clé du cadre réside dans l'obligation des établissements de crédit et des autres professionnels ayant à manipuler des espèces de vérifier l'authenticité et la qualité de tous les billets en euros qui proviennent de clients et qui sont redistribués à d'autres clients,

Graphique 45 Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2005

(en milliers d'unités)



Source : Eurosystème

conformément à des normes minimales de tri. Au cas où les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces se prononceraient contre le recyclage des billets, ils continueront d'avoir la possibilité de faire appel aux BCN pour couvrir leurs besoins en billets en euros.

Les billets distribués par les établissements de crédit au moyen des distributeurs automatiques de billets (DAB) seront vérifiés au moyen de machines de traitement des billets, dont la conformité au cadre a été testée par les BCN de la zone euro. D'autres établissements qui utilisent des DAB, en particulier les détaillants, devront également vérifier que les billets sont conformes à ces normes. L'Eurosystème assurera un suivi des évolutions dans ce domaine.

Le cadre stipule également que les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces sont tenus de fournir aux BCN des informations relatives à leurs activités de traitement des billets afin de permettre à l'Eurosystème de contrôler le respect de ce cadre. En décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé que les détails des informations ainsi recueillies seraient exploitées par l'Eurosystème en consultation avec le secteur bancaire. À cette fin, l'Eurosystème a mis en place en 2005 un groupe de travail conjoint avec des représentants du groupe de travail sur les espèces du Conseil européen des paiements et de l'Association européenne du transport et du convoiement de valeurs. Dans un souci d'efficacité en matière de coûts, un nombre limité d'informations clés relatives à l'infrastructure de traitement des espèces et aux données opérationnelles sur le traitement des billets seront collectées auprès des établissements chargés de recycler les billets en euros par le biais de DAB.

LA MISE EN PLACE D'UN PROGRAMME PILOTE D'EXTENDED CUSTODIAL INVENTORY

La BCE envisage la mise en place d'un programme pilote d'*extended custodial*

inventory (ECI) destiné aux billets en euros afin de faciliter leur distribution internationale et d'améliorer le contrôle de leur circulation à l'extérieur de la zone euro, étant donné que, selon des estimations, entre 10 % et 20 % de la valeur totale des billets en circulation sont détenus hors de la zone euro. Un ECI consiste en un dépôt d'espèces auprès d'une banque privée (la banque dépositaire), qui conserve des devises. Ce type de programme prévoit que les banques dépositaires rendent compte de la destination et de la provenance des billets échangés, recueillent des informations concernant les contrefaçons saisies et identifient tous les billets impropres à la circulation, fournissant ainsi à l'Eurosystème des informations sur l'utilisation de l'euro à l'extérieur de la zone euro et sur la contrefaçon. Ces banques pourraient également canaliser les informations portant sur l'introduction d'une nouvelle série de billets en euros et faciliter le remplacement d'une série obsolète. Avant de prendre une décision finale quant à la mise en place et au fonctionnement d'un tel programme, la BCE lancera un programme pilote d'un an avec deux banques établies en Asie.

L'ORGANISATION DE LA PRODUCTION

Au total, 3,63 milliards de billets en euros ont été produits en 2005, un chiffre qui ne s'était élevé qu'à 1,6 milliard en 2004. L'accélération de la production en 2005 tient aux facteurs suivants : a) la réduction des niveaux des stocks des BCN en 2004, b) une augmentation de la circulation en 2005, c) une hausse du nombre de billets en circulation devant être remplacés et d) la décision de produire d'ores et déjà en 2005 une partie des besoins futurs de billets. Cette dernière décision devrait limiter les sommets de production attendus et permettre un usage plus efficace des capacités de production au cours des années à venir.

En 2005, la production de billets en euros a de nouveau été attribuée selon le scénario de *pooling* décentralisé adopté en 2002. Selon ce scénario, chaque BCN est responsable de la fourniture d'une partie seulement des besoins totaux pour des coupures déterminées. Le tableau 15 résume la répartition de la fabrication en 2005.

Tableau 15 Répartition de la production des billets en euros en 2005

Coupages	Quantité (en millions de billets)	BCN en charge de la production
5 euros	530	FR
10 euros	1 020	DE, GR, IE, AT
20 euros	700	ES, FR, NL, PT, FI
50 euros	1 100	BE, DE, ES, IT, NL
100 euros	90	IT
200 euros	-	-
500 euros	190	DE, LU
Total	3 630	

Source : BCE

billets en euros et la conception se basera sur le thème des « époques et des styles » de la série actuelle.

LA DEUXIÈME SÉRIE DE BILLETS EN EUROS

À la suite de l'approbation par le Conseil des gouverneurs du schéma directeur de production, d'impression et d'émission d'une deuxième série de billets en euros, les activités relatives à ce projet ont débuté et progressent rapidement. Les principales phases du projet sont la définition des besoins fonctionnels et techniques des différents groupes d'utilisateurs de billets, la validation industrielle afin d'identifier les éventuels problèmes qui pourraient survenir lors de l'impression à grande échelle, la conception et la création, la production de la série pilote, l'impression à grande échelle et l'émission par phase.

Les exigences fonctionnelles minimales des nouveaux billets, y compris une liste des caractéristiques de sécurité, sont définies sur la base d'une étude de marché et de consultations avec les associations européennes des consommateurs et l'Union européenne des aveugles. Le secteur bancaire européen, celui du transport de valeurs, des détaillants, des sociétés gérant des distributeurs automatiques ainsi que l'association des fabricants d'équipements pour les billets ont également pris part au processus de consultation.

Le premier billet de la nouvelle série devrait être émis d'ici la fin de la décennie. Le calendrier et la séquence exacts d'émission dépendront des progrès réalisés en matière d'innovation des caractéristiques de sécurité et de la situation de la contrefaçon. La deuxième série de billets respectera la gamme de coupures actuelle des

4 LES STATISTIQUES

La BCE, assistée par les BCN, collecte, établit et publie une large gamme de statistiques utiles à la politique monétaire de la zone euro ainsi qu'à diverses missions du SEBC. À l'instar des années précédentes, la fourniture des statistiques s'est déroulée normalement en 2005. En outre, de nouvelles statistiques sont devenues disponibles, conformément à la stratégie à moyen terme de la BCE en matière de statistiques, et, en collaboration avec les institutions communautaires et d'autres organisations internationales, la BCE a continué de contribuer à l'harmonisation des concepts statistiques et à la promotion du respect de ceux-ci.

4.1 LES ÉVOLUTIONS STATISTIQUES GÉNÉRALES DANS LA ZONE EURO

Ces dernières années, la mise au point de statistiques pour la zone euro a livré des résultats significatifs. Le cadre statistique de la zone euro vise à intégrer les modifications en cours sur les marchés financiers et dans l'économie en général de manière prospective, tout en abordant certains vides statistiques identifiés par des utilisateurs internes ou externes à la BCE. En réalisant ces objectifs, la BCE s'engage fermement à être efficace du point de vue des coûts et à maintenir au plus bas la charge de déclaration. Les propositions de statistiques nouvelles ou substantiellement modifiées font ainsi l'objet d'une évaluation coûts-bénéfices à laquelle participent les agents déclarants et les personnes chargées d'établir les statistiques, de même que ceux qui les utilisent.

Une priorité absolue est accordée à la conception et à l'élaboration d'un système de comptes financiers et non financiers trimestriels par secteur institutionnel pour la zone euro, que l'Eurosystème met au point en collaboration avec la Commission européenne (Eurostat) et les instituts de statistique nationaux (ISN). Ce système intégré de comptes devrait être prêt en 2007. Il montrera les interactions entre plusieurs secteurs de l'économie, notamment les sociétés non financières, les sociétés

financières, les administrations publiques et les ménages, ainsi que les interactions entre ces secteurs et le reste du monde. Il fournira un cadre d'analyse des liens entre les évolutions financières et non financières de l'économie, en particulier en ce qui concerne des éléments du circuit macroéconomique tels que l'épargne et l'investissement des ménages et des entreprises, le déficit public et le PIB. À terme, il devrait donc être possible de mieux comprendre les divers canaux de transmission de la politique monétaire et de mieux analyser l'incidence des chocs économiques dans la zone euro. Enfin, les comptes trimestriels de la zone euro permettront de suivre une large gamme de statistiques et d'indicateurs clés au sein d'un cadre comptable macroéconomique unique et cohérent.

La BCE met également en place un cadre de collecte de statistiques harmonisées sur les intermédiaires financiers non monétaires (à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension), en particulier les fonds d'investissement, soulignant ainsi l'importance croissante du rôle que jouent ces institutions sur les marchés financiers de la zone euro.

Les préparatifs du futur élargissement de la zone euro sont eux aussi au cœur de la stratégie à moyen terme de la BCE en matière de statistiques. La BCE travaille en étroite collaboration avec les BCN des États membres ne faisant pas partie de la zone euro afin que le vaste éventail de données dont la BCE assume la principale responsabilité soient communiquées à partir de la date à laquelle ces pays rejoindront la zone euro. Une politique générale a été adoptée pour la transmission des données rétrolées pertinentes par tous les États membres de l'UE, de manière à garantir que des séries chronologiques suffisamment longues seront disponibles, quel que soit l'élargissement de la zone euro.

La BCE coopère étroitement avec Eurostat et d'autres organisations internationales et elle est activement impliquée dans la mise à jour en cours des normes statistiques internationales

telles que le Système de comptabilité nationale (SCN 93) et le Manuel de la balance des paiements du FMI. La poursuite de la mise en place et de l'application de normes statistiques agréées à l'échelle internationale de même que des règles de gouvernance dans le domaine des statistiques permet d'établir des agrégats pertinents pour la zone euro et des comparaisons entre pays et elle participe à la fiabilité et à l'indépendance des statistiques officielles.

4.2 LES NOUVELLES STATISTIQUES OU LES STATISTIQUES AMÉLIORÉES

Le règlement modifié de la BCE concernant le bilan consolidé des IFM est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2005. Ce règlement oblige les établissements de crédit et les OPC à continuer de déclarer les données relatives aux dépôts et aux crédits à leur valeur nominale, indépendamment de l'application des normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*) aux instruments financiers, ce qui garantit la préservation de la base conceptuelle des statistiques monétaires.

Depuis janvier 2005, la BCE publie une ventilation géographique de la balance des paiements et de la position extérieure globale de la zone euro. Depuis avril 2005, la position extérieure globale est publiée sur une base trimestrielle. Ces nouvelles statistiques permettent de mieux comprendre les effets des opérations et positions transfrontières sur l'économie de la zone euro.

En septembre 2005, la BCE a commencé à publier des indicateurs statistiques mesurant le degré d'intégration des principaux marchés financiers de la zone euro, notamment les marchés monétaire, obligataires, boursiers et bancaires. Ces indicateurs vont des opérations de prêts au détail aux négociations de titres en gros (cf. la section 3 du chapitre 3).

Quelques autres modifications ont été apportées au cadre juridique de la BCE en vue de permettre la publication de nouvelles



statistiques à l'avenir. Dans le cadre de la stratégie susmentionnée d'établir un ensemble intégré de comptes financiers et non financiers trimestriels par secteur institutionnel pour la zone euro, le Conseil des gouverneurs a modifié l'orientation de la BCE sur les comptes financiers trimestriels. Cela garantira une diffusion plus exhaustive et rapide des comptes financiers trimestriels à partir de 2006, qui seront entièrement ventilés par secteur et par instrument, ainsi que des informations par contrepartie en ce qui concerne les dépôts et les crédits (à partir de 2008). De plus, l'adoption de l'orientation de la BCE sur les statistiques de finances publiques a facilité l'intégration des statistiques du secteur public dans les comptes trimestriels par secteur institutionnel de la zone euro. Des chiffres trimestriels sont publiés depuis novembre 2005 en ce qui concerne la dette publique et l'ajustement déficit-dette de la zone euro.

Conformément à l'engagement de la BCE d'améliorer la disponibilité et la qualité des statistiques relatives à la zone euro, le Conseil des gouverneurs a adopté en 2005 des mesures permettant, à des fins statistiques uniquement, l'échange d'informations statistiques confidentielles entre les autorités statistiques. L'échange d'informations dans des conditions de stricte confidentialité évite les multiples demandes d'informations identiques par les entités déclarantes.

Afin de faciliter la réalisation de l'espace unique de paiement en euros (cf. le chapitre 3), le Conseil des gouverneurs a également approuvé l'intention de la Commission européenne de relever le seuil de déclaration au titre de la balance des paiements des versements libellés en euros au sein de l'UE. La proposition impliquerait que, à partir de janvier 2008, les banques ne devront plus déclarer les paiements transfrontières de clientèle en euros inférieurs à 50 000 euros.

En 2005, de nouvelles améliorations ont été apportées au niveau de la diffusion et de l'accessibilité des statistiques. En ce qui concerne certaines statistiques, les tableaux présentant à la fois les agrégats pour la zone euro et toutes les contributions nationales à ces agrégats ont été publiés sur les sites Internet de la BCE et de la plupart des BCN de la zone euro. Les efforts consentis en vue de permettre aux autorités politiques, aux médias, aux analystes, aux universitaires et aux autres utilisateurs des statistiques d'accéder plus facilement aux informations statistiques par le biais du site Internet de la BCE se sont poursuivis. Ces travaux devraient se terminer durant le second semestre de 2006.

4.3 LES STATISTIQUES RELATIVES À L'ÉVALUATION DE LA CONVERGENCE

Le Traité stipule que des rapports de convergence doivent être rédigés par la BCE et par la Commission européenne au moins une fois tous les deux ans, ou à la demande d'un État membre ne participant pas à la zone euro. Les prochains rapports de convergence seront publiés en 2006.

Les données statistiques nécessaires pour examiner dans quelle mesure les États membres ont satisfait les critères de convergence en matière de prix, de position budgétaire, de taux de change et de taux d'intérêt à long terme sont fournies par Eurostat. La BCE, en collaboration avec les BCN des États membres concernés, aide Eurostat dans le cadre de la mise à

disposition de statistiques sur les taux d'intérêt à long terme, et elle collecte et établit des données statistiques supplémentaires qui viennent compléter les quatre indicateurs principaux.

Dans la mesure où l'évaluation du processus de convergence dépend de façon déterminante de la qualité et de l'intégrité des statistiques sur lesquelles elle s'appuie, la BCE a surveillé attentivement les récentes évolutions en matière d'établissement et de déclaration de statistiques, notamment celles relatives aux finances publiques. Dans ce contexte, la BCE approuve les initiatives de mise en œuvre d'un code de bonne pratique à l'intention d'Eurostat et des ISN que la Commission européenne a entreprises en 2005. Le respect de ce code devrait renforcer l'indépendance, l'intégrité et la responsabilité des autorités statistiques nationales et communautaires, ce qui est essentiel à la production de statistiques de grande qualité et fiables dans l'UE.

5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE

L'objectif des activités de recherche menées à la BCE, comme dans l'Eurosystème dans son ensemble, est de fournir une base conceptuelle et empirique solide pour la prise de décision. Les recherches économiques menées au sein de l'Eurosystème visent dès lors à accroître la connaissance du fonctionnement de l'économie de la zone euro et à fournir des analyses, des modèles et des outils pertinents pour la conduite de la politique monétaire de la zone euro et l'accomplissement des autres missions de l'Eurosystème.

5.1 LE PROGRAMME DE RECHERCHE

Le programme de recherche pour 2005 peut être subdivisé en six domaines : la macroéconomie et l'économie monétaire, l'économie et la finance internationales, la stabilité financière, l'intégration financière, la modélisation macroéconomique et les outils de prévision, et les questions économiques générales et structurelles.

En ce qui concerne la macroéconomie et l'économie monétaire, les projets menés à terme en 2005 se sont attachés à expliquer les primes de risque incluses dans les rendements obligataires par les données fondamentales de l'économie, permettant ainsi de calculer des anticipations d'inflation fondées sur le marché plus précises, de même qu'à analyser les imperfections des ménages non ricardiens et des marchés financiers, comme les contraintes de crédit et leur rôle dans le mécanisme de transmission monétaire. Les thèmes de la pertinence des variations des prix des actifs pour la politique monétaire, de l'identification de règles politiques appropriées, du rôle de la monnaie, de l'importance de la communication d'une banque centrale et des différences au niveau des évolutions économiques dans la zone euro ont également été abordés.

Dans le domaine de l'économie et de la finance internationales, l'accent a été mis sur l'incidence des taux de change, sur la transmission internationale des chocs, sur le partage

du risque au sein d'une union monétaire, sur les déterminants des déséquilibres mondiaux et sur les informations tirées de la courbe des rendements.

Les recherches consacrées aux questions de stabilité financière ont été axées sur le développement de nouvelles techniques de mesure du risque d'instabilité bancaire. Dans le domaine de l'intégration financière, les recherches ont principalement concerné la conception et le calcul d'indicateurs d'intégration financière au sein de la zone euro comme dans les nouveaux États membres de l'UE (cf. l'encadré 10). Des recherches relatives à *Target 2* en tant que bien public ont également été finalisées.

En 2005, des progrès substantiels ont été réalisés dans le domaine de la modélisation macroéconomique en ce qui concerne le nouveau modèle de la BCE relatif à l'ensemble de la zone euro. Ce modèle a été construit dans la lignée des récentes évolutions de la théorie macroéconomique. Par rapport aux modèles antérieurs, la nouvelle génération de modèles macroéconomiques, dénommés modèles d'équilibre général stochastiques dynamiques (EGSD), repose beaucoup plus sur des fondements microéconomiques et elle permet une analyse plus détaillée des perturbations qui affectent l'économie. Les résultats des travaux techniques portant sur le nouveau modèle relatif à l'ensemble de la zone euro, associés aux premiers résultats empiriques d'un autre modèle EGSD intégrant des variables monétaires et financières, ont été présentés lors d'une conférence conjointe organisée en collaboration avec le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve et le FMI en décembre 2005.

De nouveaux travaux ont été entrepris en vue d'améliorer les projections à court terme en ce qui concerne l'inflation et la croissance du PIB dans la zone euro. Ceux-ci ont impliqué d'analyser la transmission des chocs entre les pays, les secteurs et les industries, d'examiner le pouvoir prédictif des tendances « mondiales » de l'inflation et d'étudier les procédures

adéquates de sélection des modèles. Des recherches supplémentaires ont exploré les avantages comparatifs des séries prévisionnelles agrégées et désagrégées et étudié la teneur informative des données dont la périodicité est élevée.

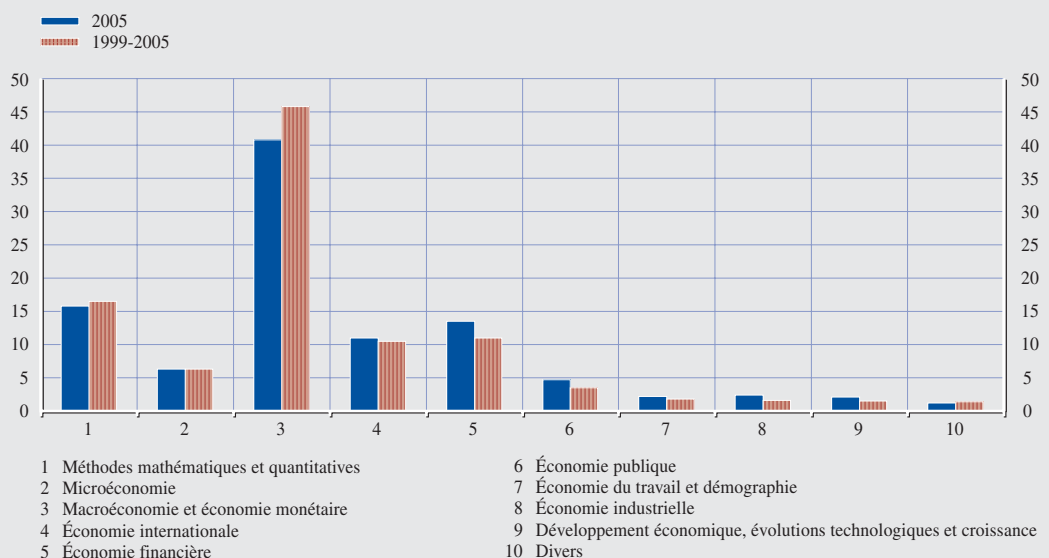
En ce qui concerne les questions économiques générales et structurelles, les recherches menées en 2005 ont mis en lumière l'incidence des dispositifs institutionnels du marché du travail, les facteurs qui sous-tendent l'offre de main-d'œuvre et les différences nationales en matière de dynamique du marché du travail et des salaires réels. Des recherches complémentaires ont été consacrées aux effets des réformes fiscales, en particulier pour les nouveaux États membres de l'UE.

La plupart des résultats des activités de recherche menées à la BCE ou en collaboration avec celle-ci ont été présentés dans la série des documents de travail de la BCE et, dans une moindre mesure, dans la série d'études concernant des sujets spécifiques, ainsi qu'à

l'occasion de conférences et d'ateliers. En 2005, 145 documents de travail ont été publiés (contre 126 en 2004). Parmi ceux-ci, 68 (72 en 2004) ont été réalisés avec la participation des services de la BCE, tandis que 77 (54 en 2004) ont été rédigés par des auteurs ne faisant pas partie du personnel de la BCE, dans le cadre de programmes d'accueil de chargés de mission ou de conférences organisées par la BCE. Bon nombre des documents de travail produits par les services de la BCE depuis le lancement de la série en 1999 ont été publiés dans des revues (123) ou des ouvrages (22) à caractère scientifique, ou sont sur le point de l'être. Compte tenu des importants délais de publication résultant du processus de révision de l'édition scientifique, ce chiffre déjà élevé augmentera en 2006. Le graphique 46 illustre clairement que la BCE met l'accent sur les recherches pertinentes pour la politique monétaire. Il classe les documents de travail de la BCE par sujet, en recourant à la grille de classement utilisée dans le *Journal of Economic Literature*. « La macroéconomie et l'économie monétaire » est le thème le plus représenté,

Graphique 46 Documents de travail de la BCE : classement selon la grille du *Journal of Economic Literature*

(en pourcentage)



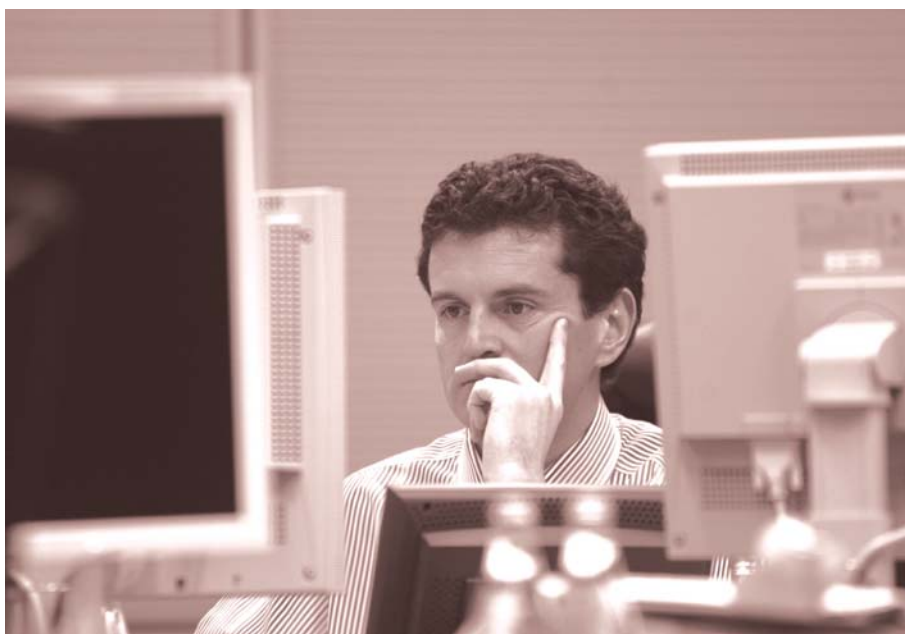
Source : BCE

suivi des « méthodes mathématiques et quantitatives » et de l'économie « financière » et « internationale ».

Tout au long de l'année, la BCE a accueilli plusieurs conférences et ateliers, comme l'atelier consacré à *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : les leçons du passé et les défis à venir*, la troisième conférence parrainée par le Forum de recherche international sur la politique monétaire, une conférence intitulée *Quels effets l'UEM exerce-t-elle sur la zone euro et les pays qui en sont membres ?*, un atelier organisé en collaboration avec le Centre for Economic Policy Research (CEPR) sur le thème de *Les marchés du travail au sein d'une Union européenne élargie : comment relever le taux d'emploi ?*, un atelier conjoint de la BCE et de la BRI sur *La modélisation macro-financière de la structure par échéances des taux d'intérêt*, la neuvième conférence annuelle du CEPR et du European Summer Institute sur *Les réformes structurelles et la croissance économique*, la quatrième conférence conjointe des chercheurs des banques centrales consacrée à *La mesure des risques et le risque systémique*, organisée en collaboration avec la Banque du Japon et le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, sous les auspices du Comité sur le système financier mondial, et le quatrième atelier sur les techniques prévisionnelles, intitulé *L'évaluation des prévisions et les prévisions conditionnelles*.

5.2 LES RÉSEAUX DE RECHERCHE

Dans de nombreux cas, les recherches sont menées à la BCE dans le cadre de réseaux formels. Il s'agit de groupes de chercheurs engagés conjointement dans de vastes projets à objectifs multiples. Ces groupes peuvent inclure des économistes de la BCE, des BCN de la zone euro, d'autres banques centrales et d'organes de décision, ainsi que des universitaires. La BCE offre un soutien en matière de coordination et d'organisation, seule ou avec d'autres institutions.



Le Réseau de l'Eurosystème sur la persistance de l'inflation, qui réunit des chercheurs de toutes les banques centrales de l'Eurosystème, a été créé en 2003 afin d'analyser la dynamique de l'inflation dans la zone euro et les pays qui la composent. Ce réseau a achevé ses travaux en 2005. Un large éventail de données a été utilisé pour étudier les phénomènes de la persistance de l'inflation et de la formation des prix, y compris des informations spécifiques et sectorielles sur les prix à la consommation et à la production, les taux d'inflation macroéconomiques et des résultats d'enquêtes. En 2005, 23 études liées aux activités du réseau ont été publiées dans la série des documents de travail de la BCE. Les réactions de la communauté scientifique ont été rassemblées et présentées lors de l'assemblée annuelle de l'American Economic Association et du congrès annuel de l'Association économique européenne (cf. l'encadré 4 pour de plus amples détails).

Le Réseau sur le cycle conjoncturel de la zone euro, organisé en collaboration avec le CEPR, constitue un forum pour l'étude du cycle conjoncturel de la zone euro. Il réunit des chercheurs des milieux universitaires, des banques centrales et d'autres organes de décision. En 2005, le réseau a organisé pour la troisième fois une formation axée sur des thèmes des domaines des séries chronologiques

appliquées et de la prévision. Cette formation s'est tenue à la Banque d'Italie. Deux ateliers ont également été organisés, l'un, sur la nécessité de disposer d'une base de données en temps réel pour la zone euro, à la Banque nationale de Belgique, et l'autre, sur la productivité et le cycle conjoncturel dans la zone euro et aux États-Unis, à la Banque de Finlande. Les résultats des recherches du réseau sont disponibles dans une base de données en ligne (251 documents) et dans une série de documents de discussion publiée conjointement avec le CEPR.

Le Réseau de recherche sur les marchés de capitaux et l'intégration financière en Europe, créé en 2002 par la BCE et le Centre for financial studies (CFS), vise à stimuler les recherches pertinentes pour la politique monétaire sur l'intégration des systèmes financiers en Europe et leurs relations internationales. La BCE et le CFS ont décidé de poursuivre les travaux du réseau jusqu'en 2007 et d'ajouter trois domaines prioritaires : a) les relations entre l'intégration financière et la stabilité financière, b) l'adhésion à l'UE, l'évolution financière et l'intégration financière et c) la modernisation du système financier et la croissance économique en Europe. Le programme de parrainage Lamfalussy (*Lamfalussy Fellowship Research Programme*), mis en place dans le cadre du réseau, a également été étendu à ces domaines. En 2005, une conférence du réseau de recherche BCE-CFS sur l'évolution financière, l'intégration et la stabilité en Europe centrale, en Europe de l'Est et dans le Sud-Est de l'Europe a été coorganisée par la Banque nationale d'Autriche et s'est tenue à Vienne. (cf. l'encadré 10 pour de plus amples détails).

6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS

6.1 LE RESPECT DES INTERDICTIONS RELATIVES AU FINANCEMENT MONÉTAIRE ET À L'ACCÈS PRIVILÉGIÉ

En vertu de l'article 237 (d) du Traité, la BCE a pour mission de surveiller le respect par les vingt-cinq BCN de l'UE et la BCE des interdictions qui leur sont imposées par les articles 101 et 102 du Traité et des règlements du Conseil (CE) correspondants n° 3603/93 et n° 3604/93. L'article 101 interdit à la BCE et aux BCN d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux autorités publiques et aux institutions ou organes de la Communauté, et d'acquiescer directement, auprès d'eux, des instruments de leur dette. L'article 102 proscrit toute mesure, ne reposant pas sur des considérations d'ordre prudentiel, qui établirait un accès privilégié des autorités publiques et des institutions ou organes de la Communauté aux institutions financières. Parallèlement à la BCE, la Commission européenne veille au respect de ces dispositions par les États membres.

La BCE surveille également les achats par les banques centrales de l'UE, sur le marché secondaire, d'instruments de dette émis tant par le secteur public national que par le secteur public d'autres États membres. En vertu des considérants du règlement du Conseil (CE) n° 3603/93, l'acquisition d'instruments de dette du secteur public sur le marché secondaire ne doit pas servir à contourner la règle énoncée à l'article 101 du Traité. De tels achats ne sauraient devenir une forme indirecte de financement monétaire du secteur public.

En 2005, le Conseil des gouverneurs a relevé deux cas de non-respect des obligations imposées par le Traité et les règlements correspondants du Conseil susmentionnés. La Banca d'Italia et l'Oesterreichische Nationalbank ont fait état d'achats sur le marché primaire d'instruments de dette émis par la Banque européenne d'investissement (BEI). Le 13 octobre, la Banca d'Italia a acheté des titres de la BEI libellés en dollars pour un montant de 10 millions de dollars à des fins de gestion des réserves de change. Le 14 septembre 2005,

l'Oesterreichische Nationalbank a acheté des titres de la BEI libellés en euros pour un montant de 200 millions d'euros. Étant donné que la BEI est un organe de la Communauté, de tels achats constituent une infraction à l'interdiction du financement monétaire suivant l'article 101 du Traité et le règlement du Conseil n° 3603/93. Dans le cas de la Banca d'Italia, les instruments de dette de la BEI achetés sur le marché primaire ont été vendus le 8 mars 2006. L'Oesterreichische Nationalbank a vendu les instruments de dette de la BEI achetés sur le marché primaire à la fin d'octobre 2005. De plus, les deux BCN ont pris des mesures immédiates afin d'éviter que de tels événements ne se reproduisent à l'avenir.

En 2004⁹, le Conseil des gouverneurs a relevé un cas de non-respect par une BCN des obligations imposées par le Traité et les règlements du Conseil susmentionnés. Dans le contexte du retour en masse des monnaies nationales vers les BCN à la suite de l'introduction de l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002, la Suomen Pankki, la banque centrale de Finlande, a dépassé la limite de 10 % de pièces de monnaie en circulation fixée par l'article 6 du règlement du Conseil (CE) n° 3603/93. En mars 2004, la situation était cependant rentrée dans l'ordre et les dispositions du Traité ont depuis lors été respectées.

6.2 LES FONCTIONS CONSULTATIVES

L'article 105 (4) du Traité stipule que la BCE est consultée sur toute proposition de législation communautaire ou nationale relevant de sa compétence¹⁰. Tous les avis de la BCE sont publiés sur son site internet. Depuis le mois de janvier 2005, les avis sur des projets de législation nationale ont, en règle générale, été

⁹ La référence à des événements concernant 2004 dans cette édition du *Rapport annuel* s'explique par le fait que l'exercice de la surveillance correspondante par la BCE s'est terminé après la date d'arrêt du *Rapport annuel* 2004.

¹⁰ Conformément au protocole contenant certaines dispositions relatives au Royaume-Uni, tel qu'annexé au Traité, l'obligation de consulter la BCE ne s'étend pas à ce pays.

publiés immédiatement après leur adoption et leur transmission à l'autorité requérante, conformément à la procédure qui s'appliquait déjà aux avis portant sur des projets de législation européenne. En juin 2005, la BCE a publié un « Guide relatif à la consultation de la Banque centrale européenne par les autorités nationales au sujet de projets de réglementation », destiné à informer les autorités nationales et à les assister pour l'application de cette procédure.

La BCE a adopté soixante-et-un avis en 2005, dont treize en réponse à des consultations par le Conseil de l'UE et quarante-huit à la demande d'autorités nationales. La BCE n'avait délivré que trente-neuf avis en 2004; l'augmentation s'explique par l'accroissement des consultations des nouveaux États membres au cours de leur première année complète d'appartenance à l'UE. Une liste des avis adoptés en 2005 est annexée au présent *Rapport annuel*.

Dans ses avis relatifs aux nouveaux règlements du Conseil de l'UE sur la surveillance et sur la procédure concernant les déficits excessifs, visant à réformer le Pacte de stabilité et de croissance¹¹, la BCE a souligné que des politiques budgétaires saines étaient fondamentales pour le succès de l'UEM et qu'elles étaient indispensables à la stabilité macroéconomique, la croissance et la cohésion dans la zone euro. La BCE a en outre jugé nécessaire que la procédure concernant les déficits excessifs soit à la fois crédible et efficace et que des délais stricts soient maintenus (cf. également la section 1.1 du chapitre 4). La BCE a également été invitée à se prononcer au sujet du règlement du Conseil portant sur la future adoption de l'euro par les nouveaux États membres¹². La BCE a estimé que la période transitoire entre l'introduction de l'euro en tant que devise des nouveaux États membres et la mise en circulation des billets et pièces en euros ne devrait pas excéder trois ans et qu'il convenait même d'encourager l'application de périodes transitoires plus courtes. La BCE a par ailleurs souligné qu'il était essentiel que la monnaie unique conserve le même nom dans toutes les

langues officielles de l'UE, compte tenu de l'existence de différents alphabets¹³.

Des autorités nationales ont encore consulté la BCE sur des sujets se rapportant à l'indépendance des BCN – notamment l'Italie, la Lituanie, la Slovaquie, l'Espagne – en tant que membres du SEBC¹⁴, de même que sur des amendements aux statuts des banques centrales estonienne, lettone, lituanienne, slovaque et suédoise, dans le contexte du *Rapport sur la convergence 2004*¹⁵. La BCE a en outre été consultée par des autorités nationales sur des questions relatives au respect de l'interdiction du financement monétaire prévue par l'article 101 du Traité. Un projet de loi autorisant l'Oesterreichische Nationalbank à faire un dépôt sur un compte spécial du FMI, destiné à des pays bénéficiant de la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance¹⁶ touchés par des catastrophes naturelles et un projet de loi autorisant la Banca d'Italia à accorder une ligne de crédit à la République du Liban¹⁷ lui ont ainsi été soumis pour avis. La BCE a conclu que le projet de loi autrichien n'allait pas à l'encontre de l'interdiction de financement monétaire, étant donné qu'il entraînait dans le cadre de la loi communautaire prévoyant l'exemption du financement par les BCN d'obligations incombant au secteur public à l'égard du FMI¹⁸. En revanche, en ce qui

11 CON/2005/18 et CON/2005/17 du 3 juin 2005

12 CON/2005/51. Les autorités nationales de certains nouveaux États membres, tels que la Lituanie et la Slovaquie, ont également interrogé la BCE au sujet d'actes législatifs visant à faciliter l'introduction ultérieure de l'euro dans ces États membres (voir CON/2005/38 et CON/2005/57).

13 La BCE a également été consultée sur d'autres projets d'actes importants de l'UE, dont il est question ailleurs dans le présent rapport. Il s'agit notamment de la proposition d'une directive d'adéquation des fonds propres (CON/2005/4) et de la proposition de décision du Conseil relative à la signature de la Convention de La Haye sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire (CON/2005/7). Pour de plus amples informations, cf. la section 2 du chapitre 3

14 CON/2005/25 ; CON/2005/30 ; CON/2005/34 ; CON/2005/38 ; CON/2005/58

15 CON/2005/20 ; CON/2005/26 ; CON/2005/38 ; CON/2005/54 ; CON/2005/59 ; CON/2005/60

16 CON/2005/29

17 CON/2005/1

18 En vertu de l'article 7 du règlement du Conseil (CE) n° 3603/93 du 13 décembre 1993 précisant les définitions nécessaires à l'application des interdictions énoncées à l'article 101 du Traité

concerne le projet de loi italien, la BCE a jugé que le financement proposé constituerait une forme de financement monétaire prohibée par le Traité. Les autorités italiennes ont par la suite retiré le projet de loi.

La BCE a également été consultée, à la demande d'autorités nationales, sur des propositions de législation relatives au cadre de surveillance du marché financier¹⁹. Dans son avis portant sur un projet de loi instituant la Česká národní banka en tant qu'unique autorité de surveillance du secteur financier en République tchèque, la BCE a exprimé le point de vue selon lequel, dans la mesure où les frontières séparant traditionnellement le secteur bancaire, le secteur des valeurs et celui des assurances ne cessent de s'estomper et compte tenu des défis qui s'ensuivent pour le contrôle prudentiel et la stabilité du système financier, une BCN qui endosserait la responsabilité générale des marchés financiers serait probablement plus efficace que plusieurs entités de surveillance détenant chacune une compétence limitée dans un secteur financier défini. À l'occasion d'une

autre consultation sur un projet de loi tchèque relatif à l'insolvabilité²⁰, la BCE a salué le fait que le projet de loi reconnaisse à la Česká národní banka la responsabilité de superviser les banques en proie à des difficultés financières et de décider du lancement de procédures d'insolvabilité à l'égard de ce type de banques.

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

En vertu de l'article 123 (2) du Traité et de l'article 9 du règlement du Conseil (CE) n° 332/2002 du 18 février 2002, la BCE continue de gérer les opérations d'emprunt et de prêt effectuées par la Communauté européenne au titre de la facilité de soutien financier à moyen terme. En 2005, la BCE n'a accompli aucune tâche administrative. Il n'existait pas d'arriéré à la fin de l'année 2004 et aucune nouvelle opération n'a été effectuée en 2005.

¹⁹ CON/2005/9 ; CON/2005/24 ; CON/2005/26 ; CON/2005/39
²⁰ CON/2005/36

Encadré 9

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

En janvier 2005, un nouveau cadre a été introduit pour la gestion des avoirs de réserve libellés en euros des clients de l'Eurosystème. Le nouveau cadre – accessible aux banques centrales, aux autorités monétaires et aux agences gouvernementales établies à l'extérieur de la zone euro, de même qu'aux organisations internationales – offre un large éventail de services permettant aux clients éligibles de gérer efficacement leurs avoirs de réserve libellés en euros. Ces services vont de la fourniture de comptes de dépôt de titres et de services connexes de conservation et de règlement aux services de trésorerie et d'investissement. Ils sont offerts selon des modalités harmonisées conformes aux normes générales du marché par des banques centrales de l'Eurosystème (les prestataires de service de l'Eurosystème), qui agissent en tant que prestataires de services spécialisés. Les clients éligibles peuvent accéder à l'éventail complet de services couverts par le nouveau cadre par l'intermédiaire de l'un de ces prestataires de services, quel qu'il soit.

Les prestataires de services de l'Eurosystème sont actuellement au nombre de six, à savoir la Deutsche Bundesbank, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Banque centrale du Luxembourg et la Nederlandsche Bank. Les autres banques centrales de l'Eurosystème peuvent proposer certains services couverts par le nouveau cadre. Les prestataires

de services de l'Eurosystème, comme les autres banques centrales de l'Eurosystème, peuvent en outre librement offrir d'autres services en matière de gestion des réserves en euros. La BCE joue un rôle de coordination d'ensemble, tout en veillant au bon fonctionnement du cadre.

L'introduction du nouveau cadre a été bien accueillie par les clients éligibles. Des informations récoltées par la BCE indiquent que le nombre de clients éligibles ayant établi une relation professionnelle avec l'une des banques centrales de l'Eurosystème semble représentatif de la population de clients éligibles à qui était destiné le nouveau cadre. En ce qui concerne les services eux-mêmes, l'ensemble des liquidités et/ou des portefeuilles de titres des clients auprès de banques centrales de l'Eurosystème s'est accru par rapport à la situation qui prévalait avant l'introduction du nouveau cadre. Tel est tout particulièrement le cas des portefeuilles de titres publics non nationaux des clients (c'est-à-dire des titres émis par un autre gouvernement que celui du pays où est établie la banque centrale auprès de laquelle ces titres sont déposés). Les clients ont également apprécié la facilité d'investissement automatique au jour le jour du nouveau cadre, qui leur permet d'investir des fonds directement avec le prestataire de services concerné et/ou sur le marché à des taux de rémunération intéressants.

Conformément à la manière dont les services de gestion des réserves sont assurés depuis plusieurs années, le nouveau cadre repose sur les principes fondamentaux applicables à la gestion des réserves officielles, comme la sécurité financière et juridique et, surtout, la confidentialité. Les services de gestion des réserves relevant du nouveau cadre sont offerts à des banques centrales, répondant ainsi aux besoins spécifiques et aux préoccupations des institutions qui opèrent dans le même domaine d'activité que l'Eurosystème lui-même.

Artiste
Pep Agut
Titre
Read your voice, 2000
Support
Média mixtes
Format
190 x 195 cm
© BCE et l'artiste



CHAPITRE 3

LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES

I LA STABILITÉ FINANCIÈRE

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

I.1 LE SUIVI DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

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

LES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

En 2005, la solidité du système financier de la zone euro s'est renforcée. Les institutions financières ont profité de l'expansion de l'activité économique mondiale, qui s'est poursuivie à un rythme globalement soutenu malgré de nouvelles hausses des cours du pétrole, et d'une amélioration continue des bilans des grandes entreprises de la zone euro. Dans cet environnement, la rentabilité des banques de la zone euro s'est encore améliorée et les bilans des sociétés d'assurance se sont renforcés. Cependant, s'agissant des perspectives d'avenir, les institutions financières sont confrontées à certains risques découlant, notamment, de la possibilité d'un

ajustement brutal des déséquilibres mondiaux, de la vulnérabilité à des corrections de prix (ces derniers étant soumis à des tensions en raison de la quête de rendements élevés) sur certains marchés du crédit et des titres à revenu fixe, et de l'éventualité de nouvelles hausses des cours du pétrole. Par ailleurs, les bilans des ménages demeurent vulnérables à d'éventuelles corrections des prix de l'immobilier dans certains pays.

Dans le secteur bancaire de la zone euro, le redressement de la rentabilité des grandes banques, amorcé en 2003, s'est également poursuivi en 2005 ; toutefois, pour les banques ayant adopté les nouvelles normes comptables internationales (*International Financial Reporting Standards* – IFRS) en 2005, il est plus difficile d'effectuer des comparaisons avec les indicateurs de rentabilité passés. Élément important, le retour à la rentabilité a été généralisé et s'est également étendu aux secteurs bancaires nationaux qui avaient enregistré des performances inférieures à la moyenne en 2003. Un moindre effort de provisionnement, une croissance toujours vigoureuse des prêts au secteur des ménages (essentiellement pour l'achat de logements) et un début de reprise des prêts aux entreprises sont les principaux éléments à l'origine de l'amélioration de la rentabilité en 2005. La réduction des coûts, qui avait contribué à la rentabilité des banques en 2004, s'est ralentie en 2005.

Les provisions pour créances irrécouvrables ont continué à baisser en 2005. Cela s'explique par le faible nombre de défaillances dans les secteurs des ménages et des entreprises et par une détérioration uniquement marginale de la qualité des actifs bancaires, tandis que d'importants abandons ou réductions de

¹ Depuis fin 2004, la BCE publie un rapport semestriel sur la stabilité du système financier de la zone euro intitulé *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière). En 2005, elle a également publié la quatrième édition du rapport intitulé *EU banking sector stability* (La stabilité du secteur bancaire de l'UE), qui présente les principaux résultats du suivi régulier de la stabilité du secteur bancaire par le BSC. Ces publications sont disponibles sur le site internet de la BCE.

créances impayées lors des années précédentes, dans quelques pays de la zone euro au moins, ont atténué l'incidence du risque de crédit sur les bilans des banques. Par ailleurs, il apparaît que le taux de couverture, c'est-à-dire le ratio provisions/créances improductives, a diminué en 2005. Toutefois, il ne peut être exclu que la baisse des flux, et dans certains pays des encours, de provisions puisse aboutir à un niveau de provisions insuffisant en cas de détérioration imprévue du cycle du crédit.

Si elle se poursuit, la reprise de la croissance des prêts aux entreprises, observée en 2004-2005, pourrait constituer pour les banques une diversification souhaitable de leurs sources de revenu, qui reposent actuellement pour l'essentiel sur le dynamisme des prêts aux ménages. Cependant, en dépit de l'augmentation des volumes de financement, les produits nets d'intérêt (qui forment le noyau de la rentabilité des banques) ont continué à diminuer en 2005 en raison de l'érosion des marges. Cette baisse résulte de l'aplatissement de la courbe des rendements, de la persistance de bas taux d'intérêt et de l'intensité de la concurrence bancaire pour les prêts et dépôts. En ce qui concerne les produits nets hors intérêts, les banques ont généralement enregistré une augmentation de leurs revenus liés aux commissions et à l'activité de marché. Dans certains cas, cette augmentation a plus que compensé la baisse des revenus provenant de l'activité de transformation, qui constitue, pour les banques, le métier de base.

Malgré de nouveaux progrès dans certains pays, les principaux ratios réglementaires de solvabilité du secteur bancaire de la zone euro sont restés globalement inchangés en 2004, dernière année pour laquelle des données consolidées sont disponibles. Les données non consolidées disponibles pour certaines grandes banques de la zone euro indiquent une certaine amélioration des indicateurs de solvabilité en 2005.

Le secteur des assurances de la zone euro a encore amélioré sa rentabilité et ses fonds

propres en 2005, même si les revenus d'investissement sont demeurés modestes dans un environnement de bas taux d'intérêt. Le renforcement des bilans du secteur hors assurance-vie s'explique par une amélioration de la rentabilité des activités de souscription, qui résulte d'une discipline stricte en matière de tarification. Dans le secteur de l'assurance-vie, la diminution des taux de rendement garantis sur les produits d'épargne a contribué à l'amélioration de la rentabilité, de même que les économies de coûts. En outre, les réformes des régimes publics de retraite actuellement en cours dans la zone euro ont favorisé la constitution d'épargne privée dans des produits d'assurance-vie. Dans le secteur de la réassurance, une diminution du montant des contrats vendus a contribué à une baisse de la rentabilité.

Au niveau mondial, le secteur des fonds spéculatifs (*hedge funds*) et du capital-investissement a poursuivi sa croissance en 2005. Les apports de capitaux dans les *hedge funds* ont continué tout au long de l'année, tout en affichant une certaine modération aux deuxième et troisième trimestres en raison d'une baisse des rendements dans le secteur. Certaines stratégies de crédit ont notamment souffert, au printemps 2005, de la dégradation des notations de deux grands constructeurs automobiles américains désormais classés en catégorie de notation spéculative. Par ailleurs, étant donné la présence croissante de *hedge funds* sur les marchés d'instruments en valeur relative et de produits de crédit structurés complexes, on ne peut exclure que, dans l'hypothèse d'un regain de volatilité sur les marchés de crédit, les banques puissent subir des pertes liées à leurs liens avec les *hedge funds*. Cependant, une étude récente portant sur l'exposition des banques de l'UE aux *hedge funds*² a démontré que, dans la plupart des pays, l'exposition directe existante est généralement peu importante par rapport à la taille des bilans bancaires et à l'exposition des

2 Rapport sur l'exposition des grandes banques de l'UE aux fonds spéculatifs (*Large EU banks' exposures to hedge funds*), BCE, novembre 2005

banques américaines comparables. Cela reflète le fait que le marché mondial du courtage de fonds spéculatifs (*prime brokerage*) reste largement dominé par les institutions financières américaines. Il n'en demeure pas moins essentiel que les banques mettent en place une gestion appropriée des risques liés aux *hedge funds*.

LES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES

Les changements structurels intervenant dans le secteur bancaire peuvent affecter la stabilité financière à long terme, en raison, par exemple, de modifications des conditions de concurrence ou d'un renforcement de l'internationalisation. D'importantes évolutions structurelles sont en cours dans le secteur bancaire de la zone euro en ce qui concerne la consolidation, l'internationalisation, l'intermédiation financière et les structures de financement. Bien que les structures du marché bancaire au sein de la zone euro diffèrent toujours en termes de concentration, de structures du capital, de présence étrangère, et de taille et d'importance des canaux de distribution, cette situation est susceptible d'évoluer en raison de l'accroissement des opérations de fusions et acquisitions dans le secteur et d'autres évolutions structurelles³.

Le rythme de la consolidation, au niveau tant national que transfrontière, s'est modéré au cours des dernières années, comme le montrent le faible nombre de fusions et acquisitions et le ralentissement de la réduction du nombre d'établissements de crédit⁴. Cependant, courant 2005, plusieurs importantes opérations de fusions et acquisitions transfrontières ont eu lieu, confirmant le regain d'intérêt pour la consolidation transfrontière apparu en 2004. Dans certains États membres, le processus de consolidation entre grandes banques sur le marché national va sans doute toucher à son terme, car les marchés bancaires sont déjà très concentrés. Par conséquent, outre la croissance organique, la consolidation transfrontière est devenue, dans ces États membres, la principale stratégie d'expansion en dépit des obstacles qui subsistent encore.

Certains indices dénotent également une évolution progressive des structures de bilan des banques, le rythme de croissance des prêts dépassant celui de la collecte des dépôts. Cette tendance peut refléter le moindre attrait des dépôts aux yeux des ménages dans un environnement caractérisé par la persistance de bas taux d'intérêt et par la modification de l'arbitrage rendement/risque, ainsi que des facteurs structurels, tels que les évolutions démographiques, qui renforcent l'importance des produits de retraite et d'assurance privés. Cela se traduit également par un recours accru des banques aux marchés interbancaires et à des financements de marché.

En outre, plutôt que de faire simplement office d'intermédiaires entre prêteurs et emprunteurs, les banques de la zone euro ont tendance à transférer davantage de risques vers les autres secteurs de l'économie, et certaines d'entre elles semblent s'écarter de la prestation intégrée de services financiers. Le financement bancaire reste néanmoins la forme prédominante d'intermédiation financière au sein de la zone euro⁵.

Enfin, les banques adoptent des formes toujours plus flexibles d'organisation, externalisant les maillons non fondamentaux de leur chaîne de valeur et se spécialisant sur un stade spécifique du cycle de services, qu'il s'agisse de l'initiation, de la production, de la distribution ou du règlement.

Dans l'ensemble, le rôle des banques au sein de la zone euro connaît une évolution progressive. La finance directe gagne en importance et des prestataires de services financiers

3 Une analyse plus détaillée des évolutions structurelles de l'UE et des secteurs bancaires de la zone euro est présentée dans le rapport du BSC sur les structures bancaires de l'UE (*EU banking structures*), octobre 2005, et dans l'article intitulé *La consolidation et la diversification du secteur bancaire de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de mai 2005.

4 Le nombre des établissements de crédit a diminué de 2,8 % en 2004 et de 2,3 % en 2005 (chiffre annualisé tiré des informations allant jusqu'au troisième trimestre), s'établissant à un niveau légèrement inférieur à 6 300.

5 Le ratio crédit intérieur/PIB s'est établi à 115 % en 2005, tandis que le ratio capitalisation boursière/PIB atteignait 68 %.

non traditionnels peuvent encore renforcer leur position dans certains domaines spécifiques de l'activité bancaire, accroissant ainsi l'efficacité du système financier de la zone euro et transformant le paysage en matière de risque.

1.2 LA COOPÉRATION DANS LES SITUATIONS DE CRISE FINANCIÈRE

Le cadre de l'UE pour la coopération entre les autorités compétentes dans le domaine de la gestion de crise a de nouveau été renforcé en 2005.

En premier lieu, les contrôleurs bancaires, les banques centrales et les ministères des Finances de l'UE ont adopté en mai un Protocole d'accord relatif à la coopération dans les situations de crise financière, qui est entré en vigueur le 1^{er} juillet. Ce protocole (adopté sous l'égide du Comité économique et financier) s'applique aux situations de crise susceptibles d'entraîner des conséquences transfrontières et systémiques affectant les établissements de crédit, les groupes bancaires ou les composantes bancaires des groupes financiers, ainsi qu'aux autres perturbations systémiques ayant des implications transfrontières sur les marchés de capitaux, y compris celles qui affectent les systèmes de paiement ou les autres infrastructures de marché. Les principes et procédures contenus dans ce protocole traitent du partage, entre autorités compétentes, des informations, des opinions et des évaluations et de la coopération aux niveaux national et transfrontière. Afin de favoriser encore la coopération renforcée entre les autorités, le protocole inclut également des dispositions pour l'élaboration de plans d'urgence visant à gérer les situations de crise, ainsi que des simulations de crise (*stress tests*) et des exercices. Le protocole lui-même sera testé lors d'un exercice de simulation de crise prévu en 2006.

En second lieu, de nouvelles améliorations du dispositif de gestion de crise, en termes de pratiques des banques centrales et des autorités



de contrôle pour la gestion des crises financières dans un contexte transfrontière, ont été examinées conjointement par le BSC et par le Comité européen des contrôleurs bancaires (CEBS).

2 LA RÉGULATION ET LA SUPERVISION FINANCIÈRES

2.1 QUESTIONS GÉNÉRALES

En juillet 2005, la Commission européenne a publié, pour consultation publique, un Livre Vert sur la politique des services financiers (2005-2010). Dans sa contribution à cette consultation, l'Eurosystème a souligné qu'une amélioration du dispositif de l'UE pour la surveillance financière devrait chercher à exploiter au mieux les possibilités du cadre Lamfalussy⁶. L'Eurosystème a également fait part de sa préférence pour une nouvelle rationalisation des règles financières en utilisant les principaux éléments de la procédure Lamfalussy. Une distinction plus nette pourrait être faite entre les principes fondamentaux (législation de niveau 1) et les détails techniques (législation de niveau 2). Cela devrait être favorisé par une amélioration de la convergence des pratiques de surveillance, qui joue également un rôle important pour garantir une mise en application homogène dans les différents États membres. L'Eurosystème a également souligné que l'existence d'accords de coopération solides et cohérents entre les autorités du pays d'origine et du pays d'accueil était particulièrement importante pour les groupes financiers ayant des activités dans différents pays. En ce qui concerne les dispositifs en matière de stabilité financière, l'Eurosystème a recensé les données où des améliorations sont souhaitables, suivi de la stabilité financière entre les différents pays et secteurs financiers, gestion des tensions financières et garantie des dépôts.

2.2 LE SECTEUR BANCAIRE

Après la publication, en juin 2004, du dispositif révisé pour la « Convergence internationale de la mesure des fonds propres et des normes de fonds propres », généralement désigné par l'appellation Bâle II, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) s'est recentré sur les questions clés de mise en œuvre. Le Comité a également poursuivi ses travaux dans plusieurs domaines techniques.

Au niveau européen, le dispositif Bâle II a été introduit dans la législation de l'UE par amendement de la directive relative à l'accès et à l'exercice de l'activité d'établissement de crédit et de la directive sur l'adéquation des fonds propres. Le Parlement européen et le Conseil de l'UE ont adopté les textes législatifs définitifs en septembre et octobre 2005, respectivement. Les États membres devront modifier leur législation nationale afin d'intégrer les nouvelles règles, qui deviendront applicables à compter de 2007. En outre, fin 2005, le CBCB a réalisé la cinquième étude quantitative d'impact (*fifth quantitative impact study* – QIS 5) relative aux nouvelles règles en matière de fonds propres. Les résultats seront disponibles au printemps 2006 et pourraient conduire à de nouveaux ajustements quantitatifs du dispositif. Le CBCB a également été associé à cette étude.

La BCE continue de soutenir les travaux du CBCB, auxquels elle contribue par le biais de sa participation à titre d'observateur au comité et à ses principaux sous-groupes. En outre, la BCE a émis un avis sur le nouveau dispositif de l'UE en matière de fonds propres dans lequel elle soutenait les grandes lignes du nouvel ensemble de règles.

La BCE a également analysé les conséquences éventuelles pour la préservation de la stabilité financière du développement des activités bancaires transfrontières dans l'UE. Cette analyse, qui a été principalement réalisée par le Comité de la surveillance bancaire (BSC), porte sur la surveillance financière, la gestion des crises, le suivi de la stabilité financière et les dispositifs de garantie des dépôts. Les résultats obtenus dans ce dernier domaine se sont révélés utiles pour la révision de la directive relative aux systèmes de garantie des dépôts qu'effectue actuellement la Commission européenne⁷.

6 Rapport final du Comité des sages sur la réglementation des marchés européens de valeurs mobilières, 15 février 2001. Ce rapport est disponible sur le site internet de la Commission européenne. Cf. également le *Rapport annuel 2003* de la BCE

7 Révision de la directive relative aux systèmes de garantie des dépôts (94/19/CE), Commission européenne, 14 juillet 2005. Le document de consultation est disponible sur le site internet de la Commission.

2.3 LES VALEURS MOBILIÈRES

En 2005, les activités dans le secteur des valeurs mobilières ont été principalement axées sur la finalisation du cadre réglementaire de l'UE, avec l'adoption des mesures de mise en œuvre de niveau 2 s'agissant de la directive relative aux marchés d'instruments financiers et de la directive sur la transparence financière. Compte tenu de l'importance de ces mesures pour l'intégration des marchés financiers européens et le renforcement de la stabilité financière, la BCE a suivi avec attention les travaux dans ce domaine et y a concouru par le biais de sa participation au Comité européen des valeurs mobilières.

L'Eurosystème a contribué au débat relatif à l'examen du processus Lamfalussy en répondant à l'évaluation préalable publiée par la Commission européenne aux fins de consultation publique. L'Eurosystème a confirmé sa position favorable vis-à-vis du dispositif Lamfalussy. En particulier, elle a souligné que le processus Lamfalussy devait servir à rationaliser les obligations réglementaires existantes et à élaborer une série commune de règles techniques harmonisées répondant aux besoins tant des autorités de tutelle que des opérateurs de marché. Cet ensemble commun de règles harmonisées doit fournir aux opérateurs de marché proposant des services transfrontières un socle unique de droits et d'obligations dans les domaines concernés.

Enfin, l'Eurosystème a contribué au débat relatif au renforcement du cadre de l'UE régissant les fonds d'investissement, qui a été engagé avec le Livre Vert de la Commission européenne publié le 12 juillet 2005 aux fins de consultation publique. L'Eurosystème a souligné que de nouveaux efforts visant à supprimer les obstacles réglementaires et juridiques subsistants pourraient entraîner une consolidation accrue dans le secteur des fonds d'investissement européens et une rationalisation des produits offerts, ce qui serait bénéfique pour les investisseurs et le marché

financier de l'UE. En ce qui concerne les fonds spéculatifs (*hedge funds*), l'Eurosystème a soutenu l'approche adoptée jusqu'à présent au niveau international face aux préoccupations relatives à la stabilité financière générées par ces fonds, principalement en raison de leur interaction avec les entreprises réglementées, notamment les banques.

2.4 LA COMPTABILITÉ

Le 1^{er} janvier 2005, le règlement (CE) n° 1606/2002 du Conseil est entré en vigueur et selon ce texte, toutes les sociétés cotées, y compris les banques, doivent établir leurs états financiers consolidés conformément aux normes IFRS. Compte tenu de l'importance de l'existence de normes comptables saines dans une optique de stabilité financière, la BCE a continué de contribuer aux travaux liés à la mise en œuvre du nouveau cadre comptable dans l'UE.

Au cours du premier semestre 2005, l'accent a été mis sur l'introduction dans la Norme comptable internationale 39 (IAS 39) d'une nouvelle option, généralement appelée option de juste valeur, permettant l'utilisation de la comptabilisation en juste valeur⁸ pour toutes les catégories d'instruments financiers. Des progrès ont été réalisés dans le cadre d'un dialogue constructif entre la BCE, le CBCB et le Conseil des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Board* – IASB), progrès notamment illustrés par une lettre adressée par le président de la BCE à l'IASB en avril 2005, soutenant les amendements proposés à la norme IAS 39. Ces modifications ont été intégrées par l'IASB en juin 2005.

⁸ La juste valeur correspond au montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre des parties bien informées et consentantes, dans le cadre d'une transaction effectuée dans des conditions de concurrence normales. Dans la pratique, la juste valeur est souvent égale au prix de marché observé ou est estimée en utilisant une technique de valorisation actualisant les flux de trésorerie futurs.

Dans ce contexte, la BCE, par le biais de sa participation à titre d'observateur au groupe de travail sur les questions comptables du CBCB, a également contribué aux lignes directrices élaborées par ce groupe de travail. En juillet 2005, le CBCB a publié pour consultation un document intitulé *Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards* (Lignes directrices relatives à l'utilisation de l'option de juste valeur par les banques conformément aux normes IFRS) qui établit principalement un lien, du point de vue prudentiel, entre l'utilisation de l'option de juste valeur et des pratiques saines de gestion des risques⁹.

En avril 2005, les administrateurs de la Fondation du Comité des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Committee Foundation – IASCF*) ont achevé la révision de leurs statuts. En réponse aux commentaires reçus pendant la période de consultation, y compris ceux de la BCE, l'IASCF a décidé de mettre en place un nouveau Conseil consultatif restructuré, le *Standards Advisory Council* (Conseil consultatif des normes), chargé de fournir des conseils stratégiques généraux ainsi que le *Trustee Appointments Advisory Group* (Comité de nomination des administrateurs), qui sera consulté avant la nomination de nouveaux administrateurs. La BCE est représentée dans ces deux instances.

Au deuxième trimestre 2005, le Comité de la surveillance bancaire (BSC) a engagé des travaux visant à analyser les liens entre comptabilité et stabilité financière. Ces travaux sont axés principalement sur les implications pour la stabilité financière de l'introduction des normes IFRS et visent à déterminer si celles-ci contribuent effectivement à un nouveau renforcement de la stabilité.

⁹ Cette recommandation des autorités prudentielles ne vise pas à établir des obligations supplémentaires en matière comptable.

3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

Dans le contexte de ses missions essentielles, l'Eurosystème est très attentif à l'intégration financière en Europe, en particulier dans la zone euro. Tout d'abord, l'existence d'un système financier bien intégré favorise la transmission rapide et efficace des impulsions de politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro. Ensuite, l'intégration financière a des implications pour la mission de l'Eurosystème consistant à préserver la stabilité financière. Elle est également importante pour l'efficacité et le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement-livraison. En outre, conformément à l'article 105 du Traité, l'Eurosystème apporte son soutien aux politiques économiques générales de la Communauté européenne, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix. L'intégration financière, en tant qu'objectif prioritaire de la Communauté, peut contribuer à promouvoir le développement du système financier, et permettre

ainsi d'élever le niveau de la croissance potentielle.

L'Eurosystème distingue généralement quatre grands axes par le biais desquels il contribue au renforcement de l'intégration financière : (a) sensibilisation aux progrès en matière d'intégration financière européenne et suivi de ces avancées, (b) rôle de catalyseur pour les activités du secteur privé en favorisant l'action collective, (c) fourniture de conseils sur le cadre législatif et réglementaire pour le système financier et (d) fourniture de services de banque centrale qui favorisent également l'intégration financière européenne. Au cours de l'année 2005, la BCE a continué de mener des initiatives dans ces quatre domaines, comme exposé ci-après. De façon plus générale, la BCE a également poursuivi ses travaux de recherche sur l'intégration financière (cf. encadré 10).

Encadré 10

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

Le réseau de recherche mis en place par la BCE et le *Center for Financial Studies* (CFS) à Francfort a poursuivi ses activités sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe¹. La deuxième phase de recherche qui se déroule actuellement a été élargie à trois domaines prioritaires additionnels : (a) la relation entre intégration financière et stabilité financière, (b) l'adhésion à l'UE, le développement financier et l'intégration financière et (c) la modernisation du système financier et la croissance économique en Europe.

La première conférence de la deuxième phase a eu lieu en mai 2005 sous les auspices de la Banque nationale de Belgique à Bruxelles et a été organisée en coopération avec le *Centre for Economic Policy Research* (CEPR). Cette conférence, intitulée *Competition, stability and integration in European banking* (Concurrence, stabilité et intégration du secteur bancaire européen), portait notamment sur les priorités du réseau en matière de concurrence bancaire et de champ géographique des activités bancaires, ainsi que d'intégration financière et de stabilité financière.

Les activités bancaires transfrontières en Europe ont été l'un des principaux thèmes abordés lors de cette conférence. Les analyses relatives à l'entrée de banques étrangères sur les marchés émergents, portant sur les pays d'Europe centrale et orientale, la Russie et l'Ukraine, ont fait apparaître que les prêts octroyés dans ces pays par des banques étrangères favorisent la croissance des entreprises en termes de chiffre d'affaires et de total de bilan². Cela concerne

1 Pour de plus amples détails concernant les activités passées du réseau, cf. l'encadré 10 du *Rapport annuel 2003* de la BCE et l'encadré 12 du *Rapport annuel 2004* de la BCE, ainsi que le site internet du réseau (www.eu-financial-system.org)

2 Document de travail de la BCE n° 498, juin 2005

même les petites sociétés, malgré la perte de parts de marché qu'elles continuent d'accuser en termes relatifs. En outre, la présence de banques étrangères induit des effets bénéfiques sur la disponibilité du crédit, les entreprises nationales pouvant ainsi bénéficier de taux d'intérêt plus faibles, améliorer leurs ratios de dette sur actifs et allonger la structure par échéances de leurs passifs. Enfin, l'entrée de banques étrangères semble stimuler la dynamique du secteur (ou processus de « destruction créative ») avec un accroissement du nombre d'entrées et sorties d'entreprises du marché.

La deuxième conférence de la deuxième phase a été organisée en coopération avec l'Oesterreichische Nationalbank, sous l'égide de laquelle a également eu lieu la conférence de novembre 2005 à Vienne. Cette conférence intitulée *Financial development, integration and stability in central, eastern and south-eastern Europe* (Développement financier, intégration et stabilité financières dans les pays d'Europe centrale, orientale et du Sud-Est) a porté, plus particulièrement, sur les thèmes qui constituent une priorité du réseau, adhésion à l'UE, développement financier et intégration financière. Un ensemble d'éléments tend à indiquer un renforcement de l'intégration des marchés boursiers (encore peu développés) des grands pays d'Europe centrale et orientale (PECO), à savoir la République tchèque, la Hongrie et la Pologne, avec ceux de la zone euro, ce qui n'est pas le cas pour les autres PECO. En revanche, il existe relativement peu d'éléments faisant état d'une intégration des marchés des titres d'État des PECO avec ceux de la zone euro.

Le réseau poursuivra ses activités en 2006, avec une conférence qui aura lieu sous les auspices de la Deutsche Bundesbank et concernera le domaine prioritaire de la modernisation du système financier et de la croissance économique en Europe, et une autre sous l'égide du Banco de España relative à l'intégration financière et à la stabilité financière.

SUIVI DE L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

En septembre 2005, la BCE a publié son premier rapport et sa première série d'indicateurs de l'intégration financière. Ils fournissent une évaluation d'ensemble du degré d'intégration financière sur les principaux compartiments de marché de la zone euro. Lorsque l'on évalue l'intégration financière, un marché (pour une gamme donnée d'instruments ou de services financiers) est considéré comme étant pleinement intégré si tous les agents économiques dotés des mêmes grandes caractéristiques intervenant sur ce marché se voient appliquer un ensemble unique de règles, bénéficient d'un accès égal ou d'une égalité de traitement. Deux grands types d'indicateurs ont été pris en compte, ceux basés sur des prix et ceux basés sur des mesures quantitatives. Ils ont été soit calculés (dans le cas d'écart types et de ratios) soit modélisés (à partir de modèles économétriques). Le spectre couvert par les indicateurs sera encore étendu, en particulier à

des indicateurs ayant trait aux institutions financières et aux infrastructures de marché.

Les données disponibles indiquent que le degré d'intégration est très variable selon le compartiment de marché considéré. Celui des opérations en blanc du marché monétaire est devenu totalement intégré peu après l'introduction de l'euro. S'agissant de l'intégration du marché des pensions, des progrès tangibles ont également été enregistrés. L'intégration des marchés des titres d'État s'est considérablement renforcée avant même le démarrage de l'Union monétaire, même s'il subsiste des écarts de rendement, qui reflètent notamment les différences de notation entre émetteurs et les degrés divers de liquidité des titres. Le marché des obligations du secteur privé fait état également d'un degré élevé d'intégration et des progrès ont été réalisés en matière d'intégration des marchés d'actions. Les marchés bancaires, en particulier le marché

des services bancaires aux particuliers, sont généralement beaucoup moins intégrés. Globalement, dans certains pays de la zone euro, des écarts subsistent entre taux débiteurs et taux créditeurs (cf. encadré 11).

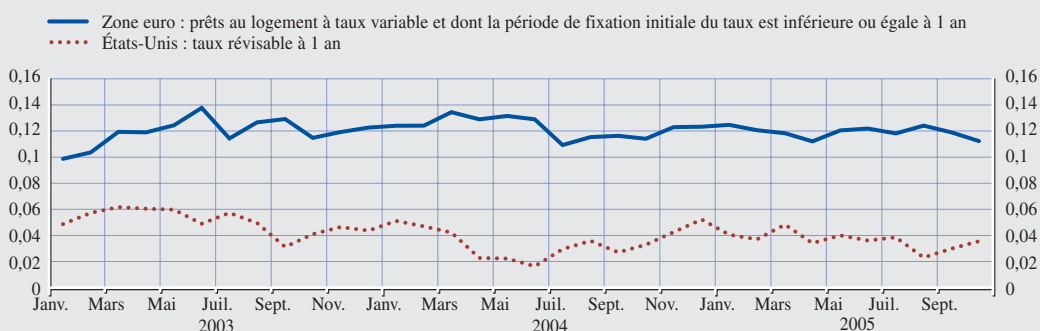
Encadré 11

COMPARAISON INTERRÉGIONALE DES TAUX APPLIQUÉS AUX PRÊTS AU LOGEMENT DANS LA ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

Le présent encadré analyse le degré d'hétérogénéité entre pays de la zone euro en matière de taux appliqués aux prêts au logement. Le fait que le degré de dispersion de ces taux soit globalement plus élevé entre pays de la zone euro qu'entre les différentes régions des États-Unis

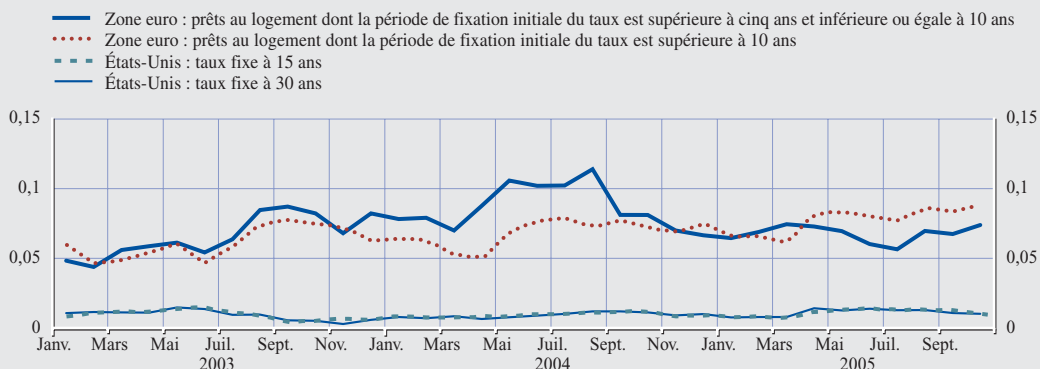
Graphique A Dispersion des taux variables à court terme des prêts au logement accordés aux ménages et taux de marché correspondants dans les différentes régions des États-Unis et dans les pays de la zone euro, respectivement

(taux appliqués aux contrats nouveaux ; coefficient de variation)



Graphique B Dispersion des taux à long terme des prêts au logement accordés aux ménages et taux de marché correspondants dans les différentes régions des États-Unis et dans les pays de la zone euro, respectivement

(taux appliqués aux contrats nouveaux ; coefficient de variation)



Sources : Freddie Mac (Primary Mortgage Market Survey) et BCE

Notes : Afin d'éviter tout comportement factice des taux en raison de volumes faibles/instables, la dispersion pour la zone euro a été calculée uniquement à partir des pays enregistrant des volumes substantiels de prêts. Les données américaines mesurent la dispersion entre les cinq régions des États-Unis (Nord-Est, Sud-Est, Centre Nord, Sud-Ouest et Ouest). Il convient de souligner que les données peuvent ne pas refléter une partie de la dispersion au sein des régions (c'est-à-dire entre les différents États), et que les mesures de dispersion relatives aux États-Unis seraient donc légèrement plus élevées si la dispersion intrarégionale était prise en compte. En outre, la taille des différents échantillons est susceptible d'influer sur le degré de dispersion.

tend à indiquer une moindre intégration du marché des prêts au logement de la zone euro. Dans ce contexte, il convient de noter que les données relatives aux États-Unis utilisées aux fins de l'analyse ne prennent pas en compte la dispersion au sein des régions (c'est-à-dire entre États).

Les différences observées en termes de structure du financement des prêts au logement, qui sont susceptibles d'avoir une incidence sur le type de produit offert, peuvent expliquer certaines disparités des taux appliqués aux prêts au logement au sein de la zone euro. Le marché des prêts au logement de la zone euro est encore fragmenté en ce qui concerne les pratiques de financement, allant du financement par les dépôts aux obligations sécurisées et aux titres adossés à des créances hypothécaires. Les disparités constatées au niveau des taux d'intérêt peuvent également s'expliquer par des divergences en termes de caractéristiques des produits, de périodes de fixation du taux et de préférences des clients (comme l'illustrent les écarts en matière d'échéances des prêts et de quotités de financement) ainsi que par des différences relatives au rôle de l'État et à la réglementation du marché.

Dans ce contexte, sur la période comprise entre janvier 2003 et octobre 2005, la dispersion entre pays de la zone euro des taux appliqués aux prêts au logement a été beaucoup plus élevée que celle constatée entre les régions des États-Unis (cf. graphiques A et B).

RÔLE DE CATALYSEUR POUR LES ACTIVITÉS DU SECTEUR PRIVÉ

L'initiative STEP (*Short-Term European Paper*), lancée et conduite par l'ACI, l'Association des marchés financiers, vise à promouvoir la convergence des normes sur les marchés européens de titres à court terme, actuellement fragmentés. Cette convergence sera réalisée grâce au respect par les intervenants de marché des normes spécifiées dans la convention de marché STEP, qui couvrira la diffusion des informations, la documentation, le règlement et la fourniture de données. La Fédération bancaire européenne (FBE) soutient l'initiative de l'ACI depuis mai 2005 et contribuera directement au fonctionnement du marché STEP. Le premier label STEP est prévu début 2006.

La BCE soutient cette initiative en agissant comme un catalyseur, en fournissant notamment un forum de discussion et en organisant sur son site internet une consultation publique pour le compte de l'ACI. L'Eurosystème fournira également un soutien opérationnel. En juillet 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé d'apporter en principe un soutien technique aux activités relatives à la mise en place d'un label STEP au cours des deux premières années suivant son lancement. Le secrétariat STEP, géré

par la FBE, attribuera des labels STEP avec le concours de plusieurs BCN de la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a également décidé, après vérification de l'efficacité du processus de collecte, d'accéder à la demande portant sur l'établissement et la publication réguliers de statistiques relatives aux rendements et aux volumes.

En 2005, la BCE a continué de soutenir le projet d'espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*), en favorisant en particulier l'achèvement en temps voulu de la première étape du SEPA, c'est-à-dire la possibilité, pour les particuliers, d'utiliser les instruments de paiement du SEPA pour leurs virements, prélèvements et opérations par carte de paiement parallèlement aux instruments de paiement nationaux, à compter du 1^{er} janvier 2008. En outre, la BCE a suivi les travaux du secteur bancaire visant, dans une deuxième étape, à mettre en place, d'ici fin 2010, une infrastructure SEPA complète pour les virements, les prélèvements et les opérations effectuées par carte de paiement. La BCE soutient activement le Conseil européen des paiements (*European Payments Council – EPC*), les réunions du groupe de contact pour la stratégie en matière de paiements en euros

(*Contact Group on Euro Payments Strategy*) permettant un degré élevé de coordination entre l'Eurosystème et l'EPC. Pour assurer la participation de toutes les parties prenantes, l'Eurosystème a organisé un certain nombre de réunions avec les utilisateurs finaux du SEPA, notamment des associations de consommateurs, des petites et moyennes entreprises, des commerçants et des trésoriers d'entreprises. Il a ensuite instauré un dialogue avec les banques sur la façon d'intégrer au mieux les anticipations et les exigences de ces groupes au sein du projet SEPA. La BCE a reconnu que les travaux de l'EPC relatifs à la définition de normes et de règles de conduite pour les cartes, virements et prélèvements dans le cadre du SEPA constituent une avancée majeure, tout en soulignant qu'il restait beaucoup à faire pour surmonter les obstacles subsistant au niveau national et pour répondre aux exigences des différents utilisateurs finaux. En vue de la migration des paiements nationaux vers les instruments SEPA à compter de 2008, la BCE a initié un dialogue de haut niveau entre les banques centrales de l'Eurosystème et les principaux établissements de crédit de la zone euro pour s'assurer de leur engagement s'agissant des investissements requis et de la mise en œuvre du projet SEPA.

La BCE a effectué une analyse juridique et économique des commissions d'échange appliquées aux dispositifs de paiement par carte au sein de la zone euro. De plus, en étroite coopération avec les BCN, la BCE a également conduit une enquête couvrant plus de cent dispositifs de paiement électronique au sein de l'UE, collectant des informations sur les paiements électroniques innovants, enquête dont les résultats seront disponibles en 2006.

Dans le domaine de la compensation et du règlement-livraison de titres, les intervenants de marché offrant différentes solutions d'intégration sont en concurrence. Si l'Eurosystème maintient une attitude de neutralité vis-à-vis des différentes solutions, il soutient fermement la poursuite de l'intégration. Dans ce contexte, des réunions

semestrielles ont été organisées avec le groupe de contact sur les infrastructures relatives aux titres en euros (*Contact Group on Euro Securities Infrastructures*) réunissant des représentants du secteur bancaire et du secteur de règlement-livraison de titres de la zone euro pour débattre de l'intégration des infrastructures de règlement de titres en euros. Des réunions ont également eu lieu avec des organisations professionnelles. En outre, la BCE a participé au groupe d'experts consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison (*Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group*) ainsi qu'au groupe de sécurité juridique mis en place par la Commission en 2004 et 2005, respectivement, afin d'encourager la suppression des quinze obstacles à l'intégration recensés par le groupe Giovannini ayant trait aux pratiques techniques ou de marché, aux procédures fiscales et aux questions juridiques.

L'Accord cadre européen (EMA) constitue une initiative pour permettre la négociation transfrontière sur la base d'un accord cadre juridique. Cet accord cadre, multilingue, pluri-juridictionnel et multiproduits, couvre en particulier les opérations de pension, les opérations de change, les opérations sur produits dérivés et les prêts de titres. La BCE, qui a participé à l'élaboration de cet accord, l'utilise depuis 2001 dans le cadre de ses activités de gestion des réserves de change et de ses opérations de placement des fonds propres avec l'ensemble des contreparties éligibles ainsi que, depuis juin 2005, pour ses opérations sur produits dérivés dans quinze juridictions européennes.

CONTRIBUTION AU DISPOSITIF RÉGLEMENTAIRE ET LÉGISLATIF DU SYSTÈME FINANCIER

L'Eurosystème a contribué aux consultations publiques de la Commission européenne sur le Livre Vert sur la politique des services financiers au cours des cinq prochaines années (cf. la section 2.1 de ce chapitre), le renforcement du dispositif de l'UE pour les fonds d'investissement (cf. la section 2.3 de ce chapitre), le crédit hypothécaire dans l'UE

et les systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres. La BCE a également participé aux travaux de la Commission sur un nouveau cadre juridique pour les paiements qui vise à accroître l'efficacité et la sécurité des paiements en supprimant les obstacles techniques et juridiques et à améliorer la protection des consommateurs.

En mars 2005, la BCE a adopté un avis sur une proposition de décision du Conseil concernant la signature de la Convention de La Haye sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire. La BCE a pris note que la convention de La Haye offrait une approche possible pour déterminer la localisation d'un compte titres en cas de conflit de lois et déclaré qu'elle souhaitait une évaluation préalable exhaustive de l'incidence de la convention dans l'UE. Une telle évaluation ne devrait pas préjuger des initiatives de la Communauté dans le domaine de la compensation et du règlement-livraison ou de la nécessité de réforme et d'harmonisation substantielle des législations relatives aux titres dématérialisés. Par ailleurs, la BCE a participé aux activités de UNIDROIT, institut international pour l'unification du droit privé, portant sur un projet de convention internationale sur l'harmonisation des règles relatives aux titres intermédiaires.

FOURNITURE DE SERVICES DE BANQUE CENTRALE FAVORISANT L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

En 2005, les travaux se sont poursuivis sur *Target 2*, nouvelle génération du système *Target* (cf. la section 2.2 du chapitre 2). L'Eurosystème a également engagé les premières étapes en vue de l'introduction progressive d'une liste unique dans le dispositif de garanties de l'Eurosystème (cf. la section 1 du chapitre 2). Au niveau international, la BCE a participé aux travaux relatifs à l'analyse des contrats de garantie transfrontières. Ces travaux ont été effectués par un groupe de travail créé par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement des banques centrales du G10 (CSPR).

4 LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

L'une des missions statutaires de l'Eurosystème est d'assurer la surveillance des systèmes de paiement et de compensation. Cette surveillance vise à garantir que l'organisation générale des flux de paiement au sein de l'économie est efficace et sûre. L'Eurosystème porte également un intérêt général aux systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres, des défaillances survenant lors du règlement et de la conservation des garanties pouvant compromettre la mise en œuvre de la politique monétaire et le bon fonctionnement des systèmes de paiement. La BCE a apporté sa contribution au débat international relatif à la surveillance dans deux rapports publiés par le CSPR en mai 2005¹⁰.

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

Le rôle de surveillance de l'Eurosystème s'étend à tous les systèmes de paiement en euros, y compris ceux qui sont gérés par l'Eurosystème lui-même. L'Eurosystème applique les mêmes normes de surveillance, qu'il s'agisse de ses propres systèmes ou de ceux gérés par le secteur privé. Ces normes sont les « Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique » adoptés par le Conseil des gouverneurs en 2001.

LE SYSTÈME TARGET

Le cadre de surveillance du système *Target* en vigueur a été intégralement mis en œuvre. S'agissant de la surveillance du futur système *Target 2*, le cadre organisationnel général est en place. La BCE dirigera et coordonnera les activités de surveillance relatives à *Target 2* des banques centrales participant au système. Les BCN seront principalement chargées d'assurer les activités de surveillance des caractéristiques locales du système (dans les cas où ces dernières ne concernent que l'environnement national) et participeront aux activités de surveillance au niveau central. Le développement de *Target 2* est, à l'heure actuelle, étroitement suivi par les autorités de surveillance de *Target* et, comme

tous les autres systèmes de paiement de montant élevé de la zone euro, *Target 2* devra se conformer aux normes de surveillance de l'Eurosystème. Une évaluation préliminaire exhaustive de la surveillance de *Target 2* dans sa phase de conception est actuellement en cours.

Début 2005, les autorités de surveillance de *Target* ont procédé à une évaluation de la surveillance de SORBNET-EURO, le système de règlement brut en temps réel (RTGS) en euros de la Narodowy Bank Polski, en prévision de sa connection à *Target via* la Banca d'Italia et son système BI-REL. Une nouvelle extension du système *Target* actuel devrait intervenir dans le cadre de l'élargissement de l'UEM. Les systèmes RTGS souhaitant se connecter à *Target*, ainsi que toutes les autres infrastructures de paiement en euros présentant une importance systémique des États membres concernés feront l'objet d'une évaluation conformément à la politique commune de surveillance de l'Eurosystème.

EURO 1

EURO 1 est un système de paiement de montant élevé à règlement net en euros, détenu et géré par une entité privée, la société ABE Clearing. En 2005, la surveillance de EURO 1 a porté essentiellement sur la sécurité juridique du système. En vue de préparer EURO 1 à l'adhésion des banques des nouveaux États membres de l'UE, l'opérateur du système a sollicité des avis juridiques dans le cadre des juridictions concernées pour vérifier que EURO 1 demeurerait conforme au Principe fondamental I (sécurité juridique). Ces avis juridiques ont été examinés par la BCE en sa qualité d'autorité de surveillance de EURO 1. Cet examen a mis en lumière certaines carences générales dans la réglementation nationale des pays concernés, susceptibles d'exercer une incidence sur la sécurité des autres systèmes de paiement de ces pays. Ces questions ont fait

¹⁰ Cf. les rapports de la BRI intitulés *Central bank oversight of payment and settlement systems* et *New developments in large-value payment systems*

l'objet d'un suivi par la BCE, en étroite coopération avec les BCN concernées.

LE SYSTÈME CLS (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM)

Le système CLS permet de régler les opérations de change dans quinze devises, sur la base d'un mécanisme de paiement contre paiement, ce qui réduit considérablement le risque de règlement correspondant.

En décembre 2005, le système CLS a traité, en moyenne, 194 000 opérations par jour pour un montant moyen de 2 600 milliards de dollars¹¹. Après le dollar des États-Unis, l'euro constitue la principale devise réglée dans ce système. En décembre 2005, les règlements en euros dans le système CLS se sont élevés en moyenne à 429 milliards d'euros par jour et ont représenté 20 % du total des règlements en valeur (la part des règlements en dollars est ressortie à 47 %). La part de l'euro a légèrement diminué par rapport à décembre 2004 en raison de l'augmentation du nombre de devises réglées dans CLS.

En 2006, la BRI lancera une étude auprès des principaux opérateurs des marchés de change en vue de recenser les méthodes utilisées pour réduire le risque de règlement dans les opérations de change. Les résultats de cette étude serviront de fondement à une évaluation par les banques centrales de la stratégie appliquée par le G10 pour réduire ce risque, comme prévu dans le rapport publié par la BRI en 1996 intitulé « Risque de règlement dans les opérations de change ». Les mesures mises en place depuis 1996 seront évaluées en vue de déterminer si elles ont porté leurs fruits ou s'il convient de prendre des dispositions d'ordre réglementaire afin de parvenir à des niveaux de risque acceptables.

SWIFT

SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) est une société coopérative qui offre des services de messagerie sécurisée à plus de 7 500 institutions financières.

En 2005, les banques centrales qui participent à la surveillance de SWIFT ont encore renforcé les dispositifs pratiques de surveillance. Les deux principes fondamentaux qui sous-tendent l'organisation initiale de la surveillance de SWIFT restent valables, à savoir d'une part, un processus de surveillance concertée, la Banque nationale de Belgique assurant la responsabilité première de la surveillance (*lead overseer*) et, d'autre part, l'exercice de la pression morale pour obtenir des changements. Dans le cadre de ces dispositifs, en février 2005, la BCE et la Banque nationale de Belgique se sont officiellement entendues sur les modalités de leur coopération en matière de surveillance de SWIFT.

LA CONTINUITÉ DE FONCTIONNEMENT

Le 10 mai 2005, la BCE a publié, dans le cadre d'une consultation publique, un document intitulé *Payment systems business continuity* (La continuité de fonctionnement des systèmes de paiement). Il contient des orientations relatives à la mise en œuvre de la continuité de fonctionnement des systèmes de paiement présentant une importance systémique, fondées sur le Principe fondamental VII. Le document met l'accent sur les éléments essentiels à cet égard, notamment la stratégie, la planification, la gestion de crise et les procédures de tests. Les commentaires reçus seront pris en considération dans la finalisation du document, prévue pour 2006. Une fois finalisé, le document devrait constituer un outil de référence pour la conception et l'exploitation des dispositifs relatifs à la continuité de fonctionnement des systèmes de paiement présentant une importance systémique ainsi que pour les évaluations effectuées par l'Eurosystème en matière de surveillance.

¹¹ Chaque opération de change comporte deux transactions, une dans chaque monnaie concernée. Par conséquent, en décembre 2005, le système CLS a réglé un montant quotidien moyen équivalent à 1 300 milliards de dollars (soit 1 100 milliards d'euros environ).

4.2 LES SERVICES DE PAIEMENT DE DÉTAIL

LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MASSE

En 2004 et 2005, les quinze systèmes de paiement de masse en euros identifiés comme présentant une importance systémique ou une grande importance (sur la base des « Normes de surveillance applicables aux systèmes de paiement de masse en euros » adoptées par le Conseil des gouverneurs en 2003) ont fait l'objet d'une évaluation par l'Eurosystème au regard des Principes fondamentaux. Deux systèmes présentant une importance systémique et un système ayant une grande importance respectaient la totalité des Principes fondamentaux. Il a été constaté que tous les autres systèmes présentaient des lacunes s'agissant de l'application d'au moins un Principe fondamental. Toutefois, les évaluations correspondent à la situation à fin juin 2004 et ces lacunes, de gravité diverse, sont en voie d'être corrigées¹².

4.3 LA COMPENSATION ET LE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES

L'Eurosystème porte un intérêt tout particulier au bon fonctionnement des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres et à leur surveillance. D'une part, il évalue la conformité des systèmes de règlement-livraison de titres de la zone euro aux « Normes pour l'utilisation des systèmes de règlement-livraison de titres de l'Union européenne dans le cadre des opérations de crédit du SEBC » (*Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*), connues sous l'appellation de « normes d'utilisation de l'Eurosystème »¹³, ainsi que les liens entre ces systèmes. D'autre part, il coopère avec les autorités responsables de la régulation et de la surveillance des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres au niveau de l'UE.



L'ÉVALUATION DE SYSTÈMES DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES AU REGARD DES NORMES D'UTILISATION

Dans le cadre de ses évaluations régulières des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres, l'Eurosystème a recommandé, en 2004, la mise en œuvre d'un nouveau dispositif d'émission, de conservation et de règlement des titres de créance internationaux. Ces derniers, émis conjointement auprès des deux dépositaires centraux internationaux de titres, Euroclear Bank (Belgique) et Clearstream Banking Luxembourg, représentent une proportion significative des titres éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème. En 2005, les dépositaires centraux internationaux de titres, en coopération avec d'autres opérateurs de marché, ont entamé les préparatifs en vue de la mise en œuvre du mécanisme du nouveau certificat d'émission globale (*New Global Note – NGN*).

12 Cf. le rapport de la BCE intitulé *Assessment of euro area retail payment systems against the applicable Core Principles*, août 2005

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

Dans cette nouvelle structure, une nouvelle forme de certificat global au porteur (le NGN) sera représentative de l'émission des titres. En vertu de ce mécanisme, la tenue des registres juridiquement pertinents concernant l'endettement de l'émetteur sera assurée par les dépositaires centraux internationaux. De plus amples informations relatives à ce dispositif sont présentées, notamment, sur les sites internet des dépositaires centraux internationaux. Sa mise en œuvre est prévue pour le 30 juin 2006.

LA COOPÉRATION AVEC LE COMITÉ EUROPÉEN DES RÉGULATEURS DES MARCHÉS DE VALEURS MOBILIÈRES (CERVM)

En 2001, le Conseil des gouverneurs a approuvé un cadre de coopération relatif aux systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres entre le SEBC et le CERVM. En particulier, un groupe de travail composé d'un représentant de chaque banque centrale du SEBC et de chaque régulateur des marchés de valeurs mobilières membre du CERVM a été constitué. Sur la base des recommandations pour les systèmes de règlement de titres émises par le CSPR et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (recommandations CSPR-OICV), ce groupe de travail a élaboré un rapport consultatif sur les « Normes pour les systèmes de compensation et de règlement de titres dans l'Union européenne » (*Standards for securities clearing and settlement in the European Union*)¹⁴, qui a été approuvé pour être publié dans le cadre d'une consultation publique par le Conseil des gouverneurs et le CERVM en octobre 2004. Le rapport consultatif¹⁵ comprend dix-neuf normes visant à accroître la sécurité, la robustesse et l'efficacité des mécanismes de compensation et de règlement-livraison de titres dans l'UE. En comparaison avec les recommandations CSPR-OICV, les normes SEBC-CERVM s'attachent à approfondir et à renforcer les exigences dans certains domaines, compte tenu des caractéristiques propres aux marchés européens. L'objectif général des normes SEBC-CERVM est de promouvoir la sécurité et l'efficacité des infrastructures de marché, afin de favoriser l'intégration et la

compétitivité des marchés de capitaux de l'UE. Les travaux de la Commission européenne relatifs à ces questions ont été pris en considération.

Depuis octobre 2004, le groupe de travail a poursuivi ses travaux dans les quatre domaines suivants : (a) développement de la méthodologie d'évaluation pour les normes relatives aux systèmes de règlement-livraison de titres ; (b) développement de normes et d'une méthodologie d'évaluation pour les contreparties centrales ; (c) analyse de questions relatives aux banques de conservation et (d) analyse des sujets portant sur la coopération entre autorités de régulation, de supervision et de surveillance.

Le groupe de travail a œuvré dans un esprit d'ouverture et de transparence. En 2005, il a organisé de nombreuses réunions avec des représentants des banques et des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres afin de débattre de questions spécifiques et de promouvoir une meilleure compréhension des pratiques en vigueur dans la profession et des préoccupations des autorités en matière de risques. De plus, la coopération s'est renforcée entre les banques centrales et les régulateurs des marchés de valeurs mobilières, d'une part, et les autorités de supervision bancaire, d'autre part.

¹⁴ Disponible sur le site internet de la BCE

¹⁵ Disponible sur le site internet de la BCE

Artiste

Maria Hedlund

Titre

Loosing Ground, 2003

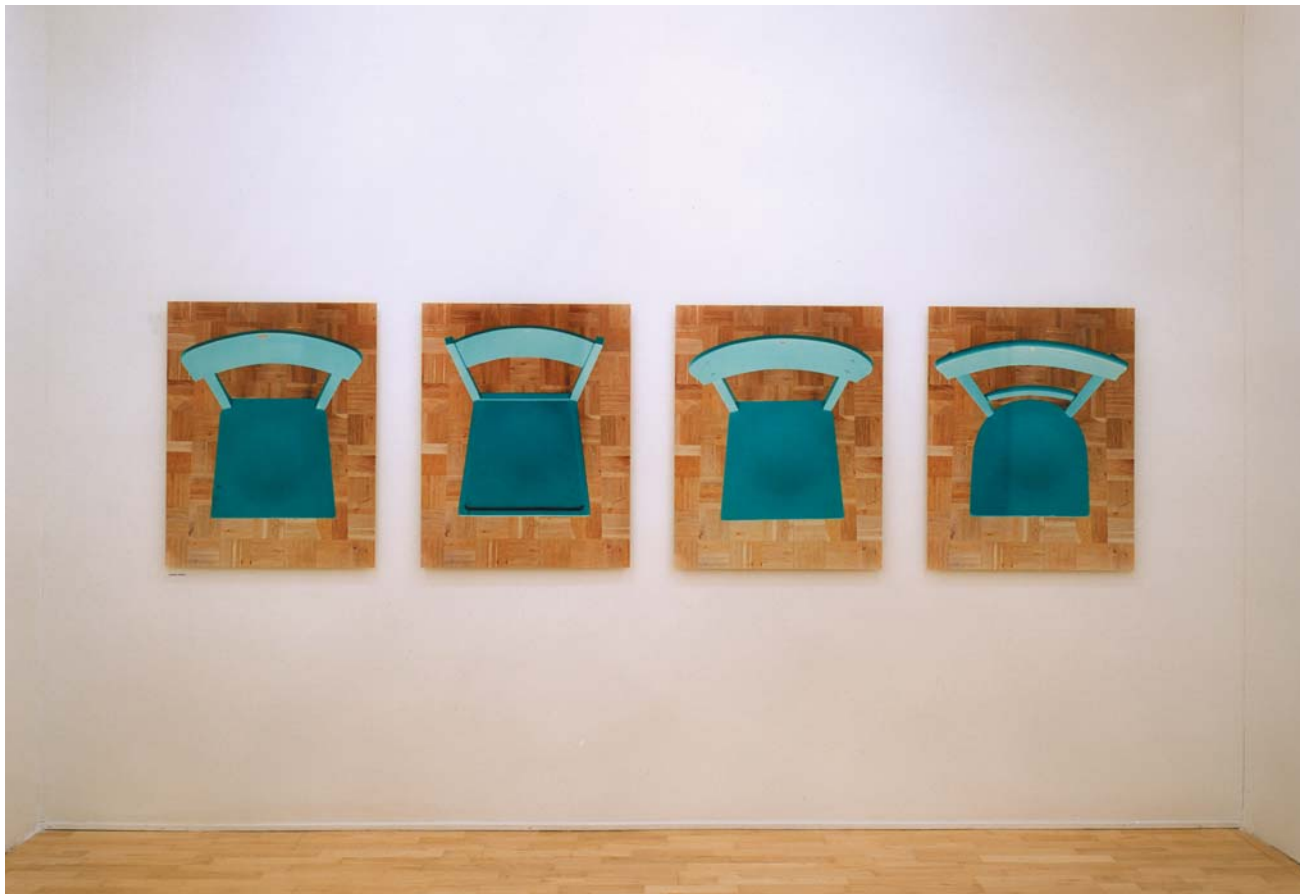
Support

Quatre photos C-print sur aluminium

Format

85 x 76 cm

© BCE et l'artiste



CHAPITRE 4

LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES

I LES QUESTIONS EUROPÉENNES

En 2005, la BCE a poursuivi ses contacts réguliers avec les institutions et les organes européens. Le président de la BCE a assisté aux réunions du Conseil Ecofin lorsque des questions relatives aux tâches et aux objectifs du SEBC étaient examinées. Le président de l'Eurogroupe et un membre de la Commission européenne ont participé à des réunions du Conseil des gouverneurs chaque fois qu'ils le jugeaient opportun. Le président et le vice-président de la BCE ont également participé à des réunions de l'Eurogroupe, qui a continué à jouer son rôle de forum privilégié permettant un dialogue ouvert et informel en matière de politique économique entre la BCE, les ministres des finances des pays de la zone euro et la Commission.

I.1 LES QUESTIONS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

LE PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

En 2005, douze États membres de l'UE se trouvaient dans une situation de déficit excessif (cf. section 2.5 du chapitre 1). Dans la zone euro, des procédures de déficit excessif ont été lancées ou étaient en cours pour l'Allemagne, la Grèce, la France, l'Italie et le Portugal, tandis que la procédure était abrogée pour les Pays-Bas. En janvier 2005, le Conseil Ecofin a décidé qu'à la lumière d'une analyse menée par la Commission européenne, des initiatives additionnelles vis-à-vis de l'Allemagne et de la France concernant la procédure de déficit excessif n'étaient pas nécessaires à ce stade. En février 2005, le Conseil Ecofin a mis la Grèce en demeure, lui demandant de mettre un terme à cette situation le plus rapidement possible, et au plus tard d'ici 2006. En juillet 2005, le Conseil Ecofin a demandé à l'Italie de corriger son déficit excessif d'ici 2007 au plus tard, lui accordant un délai supplémentaire en raison de circonstances spéciales. Pour le Portugal, le Conseil Ecofin de septembre 2005 a reporté le délai à 2008 au plus tard, également en raison de circonstances spéciales. En janvier 2006, le Conseil Ecofin a constaté l'existence d'un déficit excessif au Royaume-Uni et lui a

demandé de mettre un terme à cette situation le plus rapidement possible et au plus tard d'ici l'exercice budgétaire 2006/2007. Parmi les nouveaux États membres, la République tchèque, Chypre, la Hongrie, Malte, la Pologne et la Slovaquie ont également été soumis à des procédures de déficit excessif. La situation budgétaire de la Hongrie s'est rapidement détériorée au cours de l'année et le 8 novembre, le Conseil Ecofin a déclaré que les actions entreprises par la Hongrie étaient inadéquates. De nouvelles étapes concernant les procédures de déficit excessif des États membres dépendront des résultats budgétaires de 2005 ainsi que des plans de consolidation et des actions des pays en rapport avec leurs engagements pour 2006 et au-delà.

Les procédures établies dans le Pacte de stabilité et de croissance ont été réformées dans le courant de 2005. Après des discussions techniques, en cours depuis la mi-2004, le Conseil Ecofin est arrivé à un accord politique le 20 mars 2005 et il a publié un rapport pour le Conseil européen intitulé *Améliorer la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance*. Après l'approbation du Conseil européen, le Conseil Ecofin a achevé la révision formelle du Pacte et a amendé les règlements du Conseil relatifs au Pacte de stabilité et de croissance¹. En octobre 2005, le Conseil Ecofin a également approuvé une révision du Code de conduite, qui définit des procédures et des orientations relatives à la mise en œuvre du Pacte. La Commission européenne et les instances compétentes de l'UE ont poursuivi tout au long de l'année leurs travaux sur des questions de procédure et de méthodologie liées à la réforme du Pacte.

Les changements apportés au Pacte comportent l'introduction d'objectifs budgétaires à moyen terme spécifiques par pays, avec des trajectoires

¹ Deux nouveaux règlements du Conseil ont été adoptés le 27 juin 2005 : Règlement (CE) n° 1005/2005 du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1466/97 relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques et le Règlement (CE) n° 1056/2005 du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1467/97 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs.

d'ajustement qui mettent l'accent sur les efforts de consolidation durant les périodes de conjoncture économique favorable. Cela concerne le volet préventif du Pacte. Des modifications ont également été apportées au cadre de la procédure de déficit excessif, c'est-à-dire le volet correctif. Une récession économique sévère, qui dispense un pays d'une procédure de déficit excessif, est maintenant définie comme un taux de croissance négatif annuel du PIB en volume ou une perte cumulée de la production durant une période prolongée de croissance annuelle très faible du PIB en volume par rapport à la croissance potentielle. En outre, si un déficit reste proche de la valeur de référence de 3 % du PIB et que le dépassement est temporaire, d'autres facteurs pertinents peuvent être pris en considération lorsqu'on évalue si le déficit est excessif et que l'on fixe le délai initial de correction du déficit. La trajectoire d'ajustement requise pour corriger un déficit excessif doit être établie en respectant un objectif de référence, de 0,5 % du PIB d'amélioration annuelle minimale du solde budgétaire du pays, corrigé des variations conjoncturelles et déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires. Le délai peut être revu si le Conseil a reformulé une recommandation ou une mise en demeure révisée à la suite d'événements économiques négatifs et inattendus ayant des conséquences budgétaires très défavorables, pour autant que l'État membre concerné ait engagé une action suivie d'effets. Un certain nombre de délais de procédures ont également été étendus. En matière de gouvernance, le Pacte révisé invite à

une coopération plus étroite ainsi qu'à davantage de soutien mutuel et de pression morale entre États membres et avec la Commission européenne et le Conseil de l'UE. Il appelle également au développement de règles budgétaires nationales, à la continuité des objectifs budgétaires lors de l'arrivée d'un nouveau gouvernement et à une plus grande implication des parlements nationaux dans le cadre budgétaire européen global. Enfin, il souligne que la mise en œuvre du cadre budgétaire et sa crédibilité reposent fondamentalement sur des prévisions macroéconomiques réalistes et des statistiques budgétaires fiables (cf. section 4.3 du chapitre 2).

La BCE n'est pas signataire du Pacte de stabilité et de croissance et ne joue pas de rôle formel dans la définition et la mise en œuvre des procédures du Pacte. Elle a toutefois participé au débat sur la réforme du Pacte et a toujours souligné la nécessité d'un cadre de politique budgétaire sain dans l'UEM, axée sur la discipline budgétaire. La BCE a fait valoir le caractère approprié du Pacte dans sa forme originale et le fait qu'il était peu judicieux de modifier les textes légaux relatifs au volet correctif du Pacte. La BCE a également souligné que le volet préventif du Pacte pouvait être amélioré. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a publié, en mars 2005, une déclaration concernant l'accord sur la réforme du Pacte et, en juin 2005, a rendu des avis sur les propositions législatives de la Commission européenne (cf. encadré 12).

ENCADRÉ 12

DECLARATIONS PUBLIQUES DE LA BCE SUR LA RÉFORME DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

Déclaration du Conseil des gouverneurs du 21 mars 2005

« Le Conseil des gouverneurs de la BCE est sérieusement préoccupé par les modifications qu'il est prévu d'apporter au Pacte de stabilité et de croissance. Il convient d'éviter que les modifications concernant le volet correctif n'ébranlent la confiance dans le cadre budgétaire de l'Union européenne et la soutenabilité des finances publiques dans les États membres de la

zone euro. En ce qui concerne le volet préventif du Pacte, le Conseil des gouverneurs prend également acte de certaines modifications prévues qui vont dans le sens du renforcement éventuel de ce mécanisme. Des politiques budgétaires saines et une politique monétaire axée sur la stabilité des prix sont essentielles pour le succès de l'Union économique et monétaire. Elles constituent des conditions indispensables à la stabilité macroéconomique, à la croissance et à la cohésion dans la zone euro. Il est impératif que les États membres, la Commission européenne et le Conseil de l'Union européenne mettent en œuvre le cadre révisé d'une manière rigoureuse et cohérente, propice à la conduite de politiques budgétaires prudentes. Plus que jamais, il importe au plus haut point, dans les circonstances actuelles, que l'ensemble des parties concernées assument leurs responsabilités respectives. Le public et les marchés peuvent être assurés que le Conseil des gouverneurs reste fermement attaché à l'accomplissement de sa mission, qui est de maintenir la stabilité des prix ».

Extrait des avis de la BCE du 3 juin 2005 sur les règlements amendés du Conseil

« Des politiques budgétaires saines sont fondamentales pour le succès de l'Union économique et monétaire. Elles sont indispensables à la stabilité macroéconomique, à la croissance et à la cohésion dans la zone euro. Le cadre budgétaire inscrit dans le Traité et dans le Pacte de stabilité et de croissance est une pierre angulaire de l'UEM et, par conséquent, est essentiel pour ancrer les anticipations de discipline budgétaire. Ce cadre basé sur des règles, qui vise à garantir des finances publiques viables tout en permettant le lissage des fluctuations économiques par le jeu des stabilisateurs automatiques, doit rester clair, simple et susceptible d'application. Le respect de ces principes facilitera également la transparence et l'égalité de traitement dans la mise en œuvre du cadre ».

La réforme du Pacte de stabilité et de croissance offre l'opportunité de renouveler l'engagement de mener et de mettre en application des politiques budgétaires saines, permettant de faire face aux défis budgétaires tant à court qu'à long terme. Il est toutefois essentiel que les États membres, la Commission européenne et le Conseil de l'Union européenne mettent en œuvre ce cadre révisé d'une manière rigoureuse et cohérente, propice à des politiques budgétaires saines.

LA STRATÉGIE DE LISBONNE

En mars 2005, le Conseil européen a achevé son examen à mi-parcours de la stratégie de Lisbonne, vaste programme de réformes économiques, sociales et environnementales de l'UE. Cet examen a eu lieu à mi-chemin entre l'an 2000, année de l'adoption de la stratégie et l'an 2010, fixé comme date cible pour faire de l'UE « l'économie de la connaissance la plus dynamique et la plus compétitive du monde, capable d'une croissance économique durable

accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale ». Face à un objectif aussi ambitieux, associé à une mise en œuvre relativement peu avancée à ce stade, le Conseil européen du printemps 2005 a décidé de relancer la stratégie et de recentrer ses priorités sur la croissance et l'emploi. Il a également approuvé un nouveau cadre de gouvernance visant à accélérer le rythme des réformes.

Le contenu de la stratégie est largement resté inchangé. Néanmoins, tout en maintenant les dimensions économiques, sociales et environnementales de la stratégie, les chefs d'État ou de gouvernement et le président de la Commission européenne ont identifié quatre priorités de politique générale en vue de progresser dans la mise en œuvre des réformes : il s'agit de promouvoir la connaissance et l'innovation, d'accroître l'attrait de l'UE comme lieu de travail et d'investissement, de favoriser la croissance et l'emploi sur fond de



cohésion sociale et de promouvoir le développement durable.

Le principal défaut de la stratégie de Lisbonne ayant été la mise en œuvre insuffisante des réformes structurelles, le Conseil européen a davantage mis l'accent sur l'amélioration du cadre de gouvernance de la stratégie. Des changements ont donc été apportés aux règles et procédures régissant la formulation et la mise en œuvre de la stratégie, visant à rationaliser les processus de coordination des politiques dans le temps, entre les différents domaines de la politique économique et entre l'UE et le niveau national. Le nouveau cadre de gouvernance vise également à améliorer la cohérence des programmes nationaux, des rapports et des évaluations.

En pratique, ces changements signifient que les *Grandes orientations des politiques économiques* et les *Lignes directrices pour l'emploi* seront réunies en un seul document, sous le nom de *Lignes directrices intégrées pour la croissance et l'emploi*. Le premier document a été adopté en juin 2005 et restera globalement applicable pour une période de trois ans (2005-2008). En automne 2005, les États membres ont adopté des programmes de réforme nationaux basés sur les Lignes directrices intégrées et ont nommé des coordinateurs nationaux de Lisbonne, personnalités publiques de haut niveau dont la mission est de renforcer la coordination interne des actions liées à la stratégie. Les programmes présentent un plan détaillé des politiques de réforme des États membres jusqu'en 2008, en tenant compte de leurs besoins et situation spécifiques. Ils couvrent également la mise en œuvre des réformes, rassemblant en un seul document les anciens rapports nationaux sur l'emploi et sur

les réformes structurelles des marchés de produits et de capitaux (les « rapports Cardiff »), entre autres. En outre, la Commission européenne a adopté, en juillet 2005, un Programme communautaire concernant Lisbonne. Ce programme couvre toutes les actions liées à la stratégie de Lisbonne qui doivent être entreprises au niveau communautaire durant les trois prochaines années. Les progrès seront évalués d'une manière plus intégrée, sous la forme d'un rapport d'avancement annuel de la Commission. Le premier rapport d'avancement dans ce cadre a été adopté par la Commission en janvier 2006. Ce rapport saluait les programmes de réforme nationaux et appelait à leur mise en œuvre rigoureuse.

La caractéristique la plus marquante du nouveau cadre de gouvernance est l'accent mis sur la responsabilité nationale accrue dans la réalisation des réformes. Cet aspect est jugé essentiel pour la mise en œuvre de la stratégie, puisque la conception des réformes structurelles et, davantage encore, leur mise en œuvre relèvent majoritairement des prérogatives des États membres. Les États membres doivent donc s'engager pleinement vis-à-vis des politiques qu'ils soutiennent au niveau national et de l'UE. Ils doivent consulter, comme ils l'ont fait pour leurs programmes de réforme nationaux, les parties prenantes, comme les parlements nationaux et les partenaires sociaux, impliqués dans l'élaboration et la mise en œuvre de ces réformes au niveau national. Cette « appropriation » nationale des réformes à entreprendre devrait, à son tour, améliorer leur niveau de mise en œuvre par les États membres.

La BCE attache une grande importance à la mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne et

contribue à sa réussite en poursuivant une politique monétaire axée sur la stabilité. La BCE a toujours souligné les avantages des réformes structurelles et salue les efforts consentis par les gouvernements et les partenaires sociaux dans ce domaine. En s'engageant pleinement vis-à-vis de l'agenda de Lisbonne, les États membres peuvent amorcer un cycle vertueux de réformes. Des réformes structurelles bien conçues sur les marchés du travail, de biens et de services et sur les marchés financiers, telles qu'envisagées par la stratégie, augmenteront la flexibilité de l'économie de la zone euro, lui permettant de mieux résister aux chocs économiques. Cela se traduira en fin de compte par une croissance soutenable plus élevée à long terme, assortie d'un relèvement de l'emploi. L'examen de mi-parcours était une étape importante pour redynamiser la stratégie de Lisbonne. Le bilan global de la mise en œuvre étant assez contrasté, des efforts plus importants devront être déployés pour atteindre les objectifs définis en vue de faire face au défi de la mondialisation, de l'évolution technologique et du vieillissement de la population.

I.2 LES QUESTIONS INSTITUTIONNELLES

LA CONSTITUTION EUROPÉENNE

À la suite de la signature, le 29 octobre 2004 à Rome, du Traité établissant une Constitution pour l'Europe (Constitution européenne) par les chefs d'État ou de gouvernement, les États membres ont entamé le processus de ratification conformément à leurs procédures constitutionnelles respectives. À ce jour, quinze États membres, représentant plus de la moitié de la population de l'UE, ont ratifié la Constitution européenne ou ont presque achevé la procédure formelle : la Belgique, l'Allemagne, l'Estonie, la Grèce, l'Espagne, l'Italie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, la Hongrie, Malte, l'Autriche, la Slovaquie et la Slovaquie.

En France et aux Pays-Bas, le référendum organisé sur la Constitution européenne

(contraignant dans le cas de la France et non contraignant dans le cas des Pays-Bas) n'a pas obtenu la majorité, à quelque 5 points de pourcentage près en France et à quelque 12 points près aux Pays-Bas. Depuis lors, un certain nombre d'États membres ont suspendu le processus de ratification.

Dans ce contexte, le Conseil européen a examiné la ratification de la Constitution lors de sa réunion des 16 et 17 juin 2005, durant laquelle les chefs d'État ou de gouvernement ont adopté une déclaration rappelant que l'objet de la Constitution était « destiné à donner la réponse adéquate pour un fonctionnement plus démocratique, plus transparent et plus efficace d'une Union européenne élargie ». Considérant l'issue des référendums en France et aux Pays-Bas, le Conseil européen n'a pas estimé que les résultats remettaient en question l'attachement des citoyens à la construction de l'Europe. Il a toutefois jugé qu'ils révélaient les préoccupations des citoyens et qu'une période de réflexion était justifiée, durant laquelle de larges débats devraient avoir lieu dans tous les États membres. Les institutions européennes ont été invitées à participer au débat. Bien que le Conseil ait marqué son accord sur le fait que le calendrier de ratification des États membres individuels puisse être modifié si nécessaire, il n'a pas estimé que ces développements remettaient en cause la validité de la poursuite du processus de ratification. Le Conseil européen a l'intention de revenir sur cette question durant le premier semestre de 2006, afin d'établir une perspective plus claire pour l'avenir et convenir de la façon de procéder.

Pour la BCE, la Constitution européenne clarifie le cadre légal et institutionnel de l'UE et accroît sa capacité d'action aux niveaux tant européen qu'international, tout en confirmant le cadre monétaire existant. C'est pourquoi la BCE soutient la Constitution. Il convient toutefois de souligner que le processus de ratification de la Constitution n'aura pas d'incidence sur le fonctionnement de l'Union monétaire et qu'il n'affectera pas la stabilité de l'euro. Que ce soit dans le cadre du Traité actuel

ou de la Constitution européenne, la BCE continuera à garantir la valeur de l'euro et à contribuer à un environnement macro-économique non inflationniste propice à la croissance et à l'emploi.

I.3 LES ÉVOLUTIONS DES RELATIONS AVEC LES PAYS ADHÉRENTS ET LES PAYS CANDIDATS

Un des principaux objectifs de la BCE dans ses relations avec les banques centrales des pays adhérents à l'Union européenne et des pays candidats à l'accession est de contribuer à une intégration monétaire harmonieuse, dans le respect des procédures du Traité. Dès lors, les relations entre la BCE et les banques centrales de ces pays s'intensifient naturellement, en parallèle avec l'avancement global du processus de participation de ces pays à l'UE.

Depuis que la Bulgarie et la Roumanie ont signé le Traité d'adhésion le 25 avril 2005 à Luxembourg, les gouverneurs des banques centrales de ces deux pays ont assisté aux réunions du Conseil général de la BCE en qualité d'observateurs, tandis que des experts de ces deux banques centrales ont participé en cette même qualité aux réunions des Comités du SEBC (cf. section 1.4 du chapitre 7).

La BCE a continué à renforcer ses relations bilatérales avec les banques centrales de Bulgarie et de Roumanie, en vue de contribuer à leur intégration harmonieuse dans le SEBC lors de leur adhésion à l'UE. Le SEBC dans son ensemble a continué à soutenir leurs préparatifs, par le biais de projets d'assistance technique sous la forme de programmes de jumelage financés par l'UE. Ces activités ont été principalement axées sur les statistiques, les questions juridiques, les systèmes de paiement, la politique monétaire et les aspects opérationnels, mais incluaient également d'autres domaines, tels que la stabilité et la surveillance financières, les billets de banque, l'audit interne et les technologies de l'information.

La date d'adhésion de la Bulgarie et de la Roumanie à l'UE est fixée au 1^{er} janvier 2007 ; néanmoins, le Traité d'adhésion inclut une « clause de sauvegarde », qui permet de reporter l'adhésion d'un an s'il est clairement établi que le processus de préparation est insuffisant pour remplir les critères d'adhésion à l'UE. En octobre 2005, la Commission européenne a publié un rapport de suivi, qui établissait que, malgré les progrès accomplis, il restait encore un certain nombre de motifs de préoccupations importantes. Ceux-ci incluent la lutte contre la corruption et des questions liées au fonctionnement du marché intérieur et à la sécurité de l'UE (par exemple, la sécurité alimentaire et le contrôle des frontières extérieures). La Commission a poursuivi son suivi intensif de la Bulgarie et de la Roumanie et devrait formuler ses recommandations définitives au cours du printemps 2006. Sur la base de ces recommandations, le Conseil européen prendra alors une décision concernant la date d'entrée dans l'UE.

Conformément à la décision du Conseil européen de décembre 2004, les négociations d'adhésion avec la Turquie ont été ouvertes le 3 octobre 2005, après que le cadre des négociations eut été adopté par le Conseil de l'UE. La BCE a poursuivi son dialogue de haut niveau, entamé de longue date, avec la banque centrale de la République de Turquie, incluant des réunions annuelles au niveau du Directoire. Dans ce cadre, le vice-président a conduit une délégation de la BCE en Turquie en juillet 2005. Les discussions se sont concentrées sur la stabilisation macroéconomique de la Turquie et le processus de réformes structurelles, sur la politique monétaire et de change de la banque centrale de la République de Turquie, sur la situation économique dans la zone euro et sur le rôle joué par les banques centrales dans la stabilité financière.

Le 13 décembre 2004, le Conseil de l'UE a décidé que les négociations en vue de l'adhésion avec la Croatie débuteraient le 17 mars 2005, sous réserve d'une pleine coopération du pays avec le Tribunal pénal international pour

l'ex-Yougoslavie (TPI). La coopération ayant été jugée insuffisante, l'UE a postposé le début des négociations. Elle a décidé de les entamer le 3 octobre 2005, ayant estimé que les autorités croates coopéraient désormais pleinement avec le TPI. La BCE a continué à renforcer ses relations bilatérales avec la banque centrale de Croatie, avec la première visite officielle de la BCE au niveau du Directoire en mars 2005. Des réunions bilatérales auront lieu chaque année à Francfort jusqu'à la signature du Traité d'adhésion par la Croatie.

2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES

2.1 LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DU SYSTÈME MONÉTAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL

LA SURVEILLANCE DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE

Étant donné l'intégration économique et financière de la zone euro dans l'économie mondiale, l'Eurosystème suit attentivement les politiques macroéconomiques et les évolutions sous-jacentes des pays en dehors de la zone euro et procède à leur analyse. Il participe également à la surveillance multilatérale exercée par les organisations et instances internationales, principalement lors des réunions du FMI, de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et celles des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G7, du G10 et du G20, ainsi que lors des réunions bimestrielles des gouverneurs de banque centrale à la BRI. Dans certaines de ces institutions et instances, la BCE a reçu soit le statut de membre (par exemple au G20), soit celui d'observateur (par exemple au FMI). La BCE analyse les évolutions de la politique économique internationale, en vue de contribuer à un environnement macroéconomique stable et à des politiques macroéconomiques saines.

Le climat international en matière de politique économique en 2005 a été dominé par l'aggravation des déséquilibres mondiaux des balances courantes. Le large déficit des transactions courantes aux États-Unis a continué de s'accroître au cours de l'année. En même temps, les excédents de la balance des opérations courantes en Asie sont restés très élevés, atteignant environ 0,8 % du PIB mondial, la nette progression de l'excédent chinois compensant le recul dans le reste des pays émergents d'Asie et au Japon. Les pays exportateurs de pétrole ont également joué un rôle croissant dans les déséquilibres mondiaux en raison de la poussée des prix du pétrole. En 2005, l'excédent des transactions courantes de ces pays, qui atteignait environ 1 % du PIB mondial, a dépassé celui de l'Asie. Les économies asiatiques et les pays exportateurs de pétrole ont aussi continué à

accumuler des réserves substantielles. L'accumulation des réserves a été particulièrement importante dans le cas de la Chine, atteignant quelque 200 milliards de dollars (environ 165 milliards d'euros).

À plusieurs reprises, l'Eurosystème a insisté sur les risques et les incertitudes liés à la persistance de tels déséquilibres. Il a continué à apporter son plein soutien à une approche concertée, par laquelle toutes les économies participeraient à un ajustement ordonné des déficits existants. Ces objectifs de politique internationale comprennent des politiques visant à accroître l'épargne dans les pays en déficit, à mettre en œuvre des réformes structurelles dans les pays ayant un potentiel de croissance relativement faible et à encourager la flexibilité du taux de change dans les grands pays et régions où cette flexibilité fait défaut. À cet égard, la BCE a salué la décision prise par les autorités chinoises en juillet 2005 d'adopter un nouveau régime de flottement contrôlé des changes. Elle a estimé que cette évolution vers davantage de flexibilité était souhaitable pour un meilleur fonctionnement de l'économie mondiale et a escompté que ce nouveau régime de change contrôlé contribuerait à la stabilité financière mondiale.

Les flux de capitaux vers les économies de marché émergentes, que la BCE suit en permanence en raison de leur importance pour la stabilité financière internationale, sont restés vigoureux en 2005, de même que les résultats économiques de ces pays en général. Des facteurs essentiels pour ces évolutions ont été les conditions favorables du financement extérieur, les prix internationaux élevés des matières premières destinées à l'exportation et une forte croissance du PIB en volume aux États-Unis et en Chine. Un renforcement des politiques nationales, des conditions de financement accommodantes et l'intérêt croissant des investisseurs internationaux ont permis à des emprunteurs de certains marchés émergents de recourir aux marchés obligataires internationaux en émettant pour la première fois des titres en monnaie nationale. Après s'être

temporairement accrus en avril, en raison notamment d'anticipations inflationnistes aux États-Unis et d'une aversion accrue au risque des agents économiques résultant de la révision à la baisse des notations de certaines sociétés américaines, les écarts de rendement des obligations des marchés émergents sont ensuite revenus à des niveaux historiquement bas.

Enfin, la zone euro elle-même a fait l'objet d'exercices de surveillance internationale. Tant le FMI que l'OCDE ont procédé à leurs examens réguliers des politiques monétaire, financière et économique de la zone euro, en plus de leur analyse des pays de la zone euro pris individuellement. La consultation au titre de l'Article IV du FMI et l'examen par le Comité d'analyse économique et de développement de l'OCDE ont été l'occasion de discussions fructueuses entre ces organisations internationales et la BCE, la présidence de l'Eurogroupe et la Commission européenne. À la suite de ces discussions, le FMI et l'OCDE ont tous deux rédigé un rapport² d'évaluation des politiques économiques de la zone euro.

L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Le FMI procède actuellement à un examen stratégique qui a fait l'objet de discussions non seulement au sein du FMI lui-même, mais également dans différentes instances internationales, telles que le G7 et le G20. Le SEBC suit ces discussions et y contribue. L'objectif de l'examen stratégique est de fixer des priorités à moyen terme pour le travail du FMI. Les grands domaines abordés dans l'examen incluent la surveillance du FMI, son rôle dans les économies de marché émergentes, ainsi que l'influence et la représentation au sein du FMI.

Le Directeur général du FMI a souligné, en particulier, la nécessité pour le FMI d'aider ses membres à relever les défis de la mondialisation. Dans les discussions de portée internationale qui s'en sont suivies, les membres ont souligné la nécessité pour le FMI d'insister davantage, dans sa surveillance bilatérale, sur les questions de taux de change et sur les

répercussions internationales des mesures de politique nationale. La question des voix et de la représentation adéquates dans les instances internationales, et en particulier au FMI, a été largement débattue au cours de l'année dernière. Certains pays membres du FMI, en particulier en Asie, estiment que leurs quotes-parts ne reflètent pas de façon adéquate leur importance croissante dans l'économie mondiale. Cette question des quotes-parts et des voix devra être débattue en parallèle avec d'autres aspects de cet examen stratégique, durant la période précédant la prochaine Assemblée annuelle du FMI qui se tiendra à Singapour en septembre 2006. Le FMI procède aussi actuellement à sa 13^e révision générale des quotes-parts, une occasion d'évaluer dans quelle mesure la répartition actuelle des quotes-parts entre membres du FMI est conforme aux mesures acceptées de l'importance économique et financière relative des pays membres. La révision doit être achevée en janvier 2008.

La promotion d'une gestion ordonnée des crises se trouve, depuis plusieurs années, en bonne place dans les objectifs de la communauté internationale. Le SEBC a continué d'examiner les aspects liés à la gestion des crises, et, en particulier, le rôle qui est attendu du secteur privé dans la résolution des crises financières. Bien qu'un certain nombre de mesures aient été prises pour améliorer le cadre de l'implication du secteur privé, il subsiste encore des défis essentiels, dont le moindre n'est pas de poser un diagnostic rapide des mesures dont toutes les parties impliquées ont besoin. Afin d'évaluer ces défis, les banques centrales du SEBC ont préparé un rapport sur l'implication du secteur privé. Celui-ci fait le point sur l'expérience passée et identifie des domaines d'amélioration possible du cadre de résolution des crises. Le rapport³ suggère que l'amélioration du caractère

2 FMI: *Euro Area Policies: Staff Report* (Rapport des services du FMI sur les politiques de la zone euro), août 2005 ; OCDE : *Étude économique de la zone euro*, juillet 2005

3 *Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors* (Gestion des crises financières dans les économies émergentes – Expérience de l'implication des créateurs du secteur privé), Étude de la BCE concernant un sujet spécifique, n° 32, juillet 2005



prévisible du processus de résolution des crises – en guidant le comportement des débiteurs, des créanciers et du secteur officiel – pourrait réduire le coût global des crises financières et entraîner une répartition des coûts susceptible d’être considérée comme plus appropriée qu’à l’heure actuelle du point de vue du bien-être général.

LE RÔLE INTERNATIONAL DE L’EURO

En 2005, le rôle international de l’euro a continué de s’intensifier dans certains segments. En particulier, l’utilisation de l’euro dans les titres de créance internationaux en tant que monnaie d’ancrage et d’intervention et comme monnaie de dépôt dans des pays tiers s’est encore accentuée. L’usage accru de l’euro en tant que monnaie d’ancrage et d’intervention a surtout été le fait des nouveaux États membres de l’UE, des pays adhérents à l’UE, des pays candidats à l’adhésion et d’autres régions voisines de l’UE. La part de l’euro dans les droits de tirage spéciaux (DTS) est passée de 29 à 34 % le 1^{er} janvier 2006, à la suite d’une décision du FMI annoncée en décembre 2005. En ce qui concerne la composante en euro du taux en DTS, le taux Euribor trois mois a été remplacé par l’Eurepo trois mois.

L’utilisation de l’euro est restée globalement stable sur d’autres marchés, tels que le marché international des prêts et dépôts, les marchés de change et de réserves officielles, ainsi que dans le commerce international.

La BCE a continué à développer la couverture statistique requise pour son suivi et son analyse du rôle international de l’euro. En particulier, des données récentes sur la ventilation par devises de titres de créance dans la balance des paiements et la position extérieure de la zone euro ont contribué au suivi de l’usage international de l’euro sur les marchés des capitaux (cf. section 4.2 du chapitre 2). La BCE a également commencé à étudier les motifs de l’utilisation de l’euro dans le commerce international.

2.2 LA COOPÉRATION AVEC LES PAYS HORS UE

L’Eurosystème a continué à développer ses contacts au sein de la communauté des banques centrales hors UE, principalement par l’organisation de séminaires et d’ateliers, mais aussi par le biais de l’assistance technique, qui est devenue un outil important de soutien au développement institutionnel et a favorisé le respect effectif des normes européennes et internationales. L’objectif de ces contacts est de rassembler des données et d’échanger des points de vue sur les évolutions économiques et monétaires dans différentes régions du monde qui pourraient avoir une incidence sur l’environnement économique international et sur la zone euro. L’Eurosystème a maintenu son offre de coopération avec les banques centrales des régions voisines de l’UE et la BCE a créé une petite unité permanente d’assistance technique.

L'Eurosystème a organisé, en octobre 2005 à Saint-Petersbourg, son deuxième séminaire bilatéral de haut niveau avec la banque centrale de la fédération de Russie (Banque de Russie). Le séminaire a été principalement consacré aux politiques monétaire et de change en Russie et aux défis que représentent, pour la stabilité du secteur bancaire, notamment la croissance rapide des prêts bancaires ainsi que l'expansion des emprunts transfrontières. Les questions de l'assurance des dépôts et de l'évolution du secteur bancaire ont également été abordées. De tels événements continueront à être organisés régulièrement, le prochain séminaire de l'Eurosystème devant se tenir à Dresde en 2006, avec le soutien de la Deutsche Bundesbank.

Central Banking Training III, le projet d'assistance technique de l'Eurosystème avec la Banque de Russie dans le domaine de la supervision bancaire, s'est clôturé le 31 octobre 2005. Le projet, financé par l'UE, a débuté en novembre 2003, dans le cadre de son programme d'« Assistance technique à la Communauté des États indépendants » (*Technical Assistance for the Commonwealth of Independent States – TACIS*). Le projet de l'Eurosystème a été mis en œuvre par la BCE en partenariat avec neuf BCN de la zone euro et trois autorités de contrôle qui ne sont pas des banques centrales de l'UE⁴. Ce projet de formation d'une durée de deux ans avait pour objectif d'aider la Banque de Russie à renforcer son rôle de surveillance bancaire, en transférant la connaissance relative aux bonnes pratiques utilisées par les autorités de contrôle bancaire de l'UE. L'objectif plus large était de favoriser la stabilité du système bancaire russe. Le projet a été mis en œuvre principalement par le biais de cours et de séminaires en Russie, auxquels ont participé 800 contrôleurs bancaires de la Banque de Russie. La publication intitulée *Banking supervision : European experience and Russian practice*⁵, qui est disponible en anglais et en russe, constitue une partie importante du projet, puisqu'elle permet la diffusion du savoir-faire.

Les deuxième et troisième séminaires de haut niveau de l'Eurosystème, avec des gouverneurs

de banque centrale des pays partenaires de l'UE dans le bassin méditerranéen, ont été organisés respectivement à Cannes le 9 février 2005 et à Nauplie le 25 janvier 2006. Les discussions ont notamment porté sur l'indépendance des banques centrales et les envois d'espèces (Cannes), sur le processus de libéralisation des mouvements de capitaux et sur les progrès réalisés dans la modernisation des cadres opérationnels de la politique monétaire (Nauplie).

L'Eurosystème s'est également engagé à assister la banque centrale d'Égypte dans la réforme de son contrôle bancaire, dans le contexte d'une réforme globale du secteur financier du pays. La BCE et quatre BCN de la zone euro (la Deutsche Bundesbank, la Banque de Grèce, la Banque de France et la Banca d'Italia) se sont engagées dans un programme d'assistance technique de deux ans, financé par la délégation de l'UE en Égypte, dans le cadre du programme MEDA (*Mediterranean aid program*). Le programme d'assistance technique a démarré le 1^{er} décembre 2005. Depuis octobre 2005, la BCE – sous l'égide du FMI – a également apporté une assistance technique à la banque centrale d'Égypte dans la réforme du cadre opérationnel de sa politique monétaire.

La BCE a poursuivi le renforcement de ses relations avec les pays des Balkans occidentaux, étant donné que ceux-ci sont des candidats potentiels à l'adhésion à l'UE (l'ex-république yougoslave de Macédoine a reçu le statut de candidat en décembre 2005). Des représentants de la BCE ont visité la Banque nationale de la République de Macédoine et la Banque

4 La Deutsche Bundesbank, le Banco de España, la Banque de France, la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, la Banca d'Italia, la Nederlandsche Bank, l'Oesterreichische Nationalbank, le Banco de Portugal, Suomen Pankki – Finlands Bank, Rahoitustarkastus – Finansinspektionen (l'autorité de surveillance financière finlandaise), Finansinspektionen (l'autorité de surveillance financière suédoise) et la Financial Services Authority (l'autorité de surveillance financière du Royaume-Uni)

5 Cette publication peut être consultée sur le site de la BCE, en suivant le lien de la conférence de presse du 13 octobre 2005, intitulée *Completion of central banking training project in Russia*.

d'Albanie en 2005. À la suite de l'adoption par l'UE d'une approche à deux volets concernant les négociations d'adhésion avec la Serbie et le Monténégro, des membres du personnel de la BCE se sont également rendus à la banque centrale du Monténégro.

Au Moyen-Orient, la BCE a continué de développer ses relations avec le Secrétariat général du Conseil de coopération du Golfe (CCG), ainsi qu'avec les instituts monétaires et les banques centrales des États membres du CCG, en raison du plan visant à introduire une monnaie unique dans ces États d'ici 2010⁶.

Le 28 février 2005, une réunion régionale a été organisée entre la BCE et le Comité des gouverneurs de banque centrale de la SADC (*Southern African Development Community*)⁷ en vue de partager des expériences en matière d'intégration régionale et d'intégration monétaire.

La BCE a renforcé ses relations directes avec des banques centrales d'Asie, en organisant, avec la Bank Indonesia, un séminaire de haut niveau rassemblant les onze gouverneurs de l'EMEAP (*Executive Meeting of East Asia-Pacific Central Banks*) et des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE. Les participants à ce séminaire, qui s'est déroulé à la BCE en novembre 2005, ont débattu des moyens d'arriver à des profils d'évolution de croissance globale plus équilibrée et ont passé en revue les évolutions récentes et les questions de politique qui y sont liées, tant dans la zone euro que dans la zone Asie-Pacifique. L'expérience des deux régions dans la surveillance macroéconomique et financière multilatérale a également été évaluée, ainsi que l'intégration financière transfrontière au niveau mondial et au sein des deux zones euro et Asie-Pacifique.

En ce qui concerne les relations institutionnelles avec les pays d'Amérique latine, la BCE a assisté, en qualité d'observateur, à l'assemblée annuelle de la Banque interaméricaine de développement, qui s'est tenue à Okinawa au

début du mois d'avril. En tant que collaborateur du *Centre for Latin American Monetary Studies*, la BCE a continué à être impliquée dans plusieurs activités animées par cette institution ou organisées en commun. Ces activités comprenaient notamment les assemblées semestrielles des gouverneurs de banque centrale, qui se sont tenues en avril et en septembre respectivement à Carthagène et à Washington, ainsi qu'un séminaire sur les envois d'espèces par les travailleurs en Amérique latine, organisé en octobre à Mexico. La BCE a poursuivi ses efforts visant à renforcer ses relations bilatérales avec les autorités monétaires et d'autres autorités officielles d'Amérique latine, notamment par des visites au Mexique, au Brésil et en Argentine. En 2005, la BCE a également reçu à Francfort des délégations officielles d'un certain nombre d'économies d'Amérique latine.

6 Les six États membres du CCG sont l'Arabie saoudite, Bahreïn, les Émirats arabes unis, le Koweït, Oman et le Qatar.

7 La SADC est un groupement régional comprenant les pays suivants dans la partie sud de l'Afrique : l'Angola, le Botswana, la République démocratique du Congo, le Lesotho, Madagascar, le Malawi, l'île Maurice, le Mozambique, la Namibie, l'Afrique du Sud, le Swaziland, la Tanzanie, la Zambie et le Zimbabwe.

Artiste

David Farrell

Titre

Ballynultagh, 2000, (de la série "Innocent Landscapes")

Support

Photographie

Format

100 x 100 cm

© L'artiste



CHAPITRE 5

LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ

I LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN

Au cours des dernières décennies, le concept d'indépendance de la Banque centrale s'est imposé comme un élément indispensable à une politique monétaire qui donne la priorité à la stabilité des prix. Dans le même temps, il est un principe fondamental des démocraties modernes qui veut que toute institution indépendante à laquelle est confiée une mission de service public rende compte de ses actes auprès des citoyens et de leurs représentants démocratiquement élus. Le principe de responsabilité peut être interprété comme l'obligation impartie à une banque centrale indépendante d'expliquer ses décisions aux citoyens et à leurs représentants élus, qui peuvent ainsi la rendre compta-ble de la réalisation de ses objectifs.

Dès sa création, la BCE a reconnu l'importance fondamentale de sa responsabilité dans les décisions de politique monétaire et a entretenu à cet effet un dialogue régulier avec les citoyens de l'UE et le Parlement européen. L'engagement de la BCE dans ce domaine est illustré, notamment, par les nombreuses publications parues en 2005 et le grand nombre de discours prononcés par les membres du Conseil des gouverneurs au cours de l'année (cf. la section 2 du chapitre 6).

Le Traité impose à la BCE un certain nombre d'obligations d'information, dont celle de la publication de bulletins trimestriels, d'une situation financière consolidée hebdomadaire et d'un Rapport annuel. De fait, la BCE va au-delà de ces exigences statutaires, notamment en publiant un Bulletin mensuel et non uniquement trimestriel, en tenant des conférences de presse mensuelles et en rendant publiques tous les mois les décisions du Conseil des gouverneurs autres que celles relatives à la fixation des taux d'intérêt.

Sur le plan institutionnel, le Traité assigne au Parlement européen un rôle de premier plan dans le suivi de la responsabilité de la BCE. Conformément aux dispositions de l'article 113 du Traité, le président a présenté en 2005 le *Rapport annuel 2004* de la BCE au Parlement

européen réuni en session plénière. Le président a également continué de rendre compte régulièrement de la politique monétaire de la BCE et de ses autres missions lors des auditions trimestrielles devant la Commission économique et monétaire du Parlement européen (ECON).

D'autres membres du Directoire ont aussi été invités à plusieurs reprises à des auditions devant le Parlement européen. En avril 2005, le vice-président a présenté à la Commission économique et monétaire le *Rapport annuel 2004* de la BCE. En octobre, la Commission a invité Lorenzo Bini Smaghi à un échange de vues sur la révision stratégique du FMI (cf. la section 2.1 du chapitre 4).

Conformément aux pratiques établies, une délégation de membres de la Commission économique et monétaire s'est rendue à la BCE pour des échanges de vues sur diverses questions avec les membres du Directoire. En outre, des discussions informelles avec des membres du Parlement européen ont traité de questions relatives à la compensation et au règlement-livraison de titres dans l'UE, ainsi qu'à la communication sur l'euro, en mettant plus particulièrement l'accent sur les nouveaux États membres qui prévoient d'introduire l'euro. La BCE a également continué de répondre de son plein gré aux questions qui lui sont soumises par écrit par les membres du Parlement européen sur des sujets relevant de son domaine de compétence.

Enfin, l'article 112 du Traité dispose que le Parlement européen donne son avis sur les candidats au poste de membre du Directoire avant leur nomination. Afin de formuler sa position, le Parlement européen a invité Lorenzo Bini Smaghi à une audition devant la Commission économique et monétaire pour présenter ses points de vue et répondre aux questions des membres de la Commission. À la suite de cette audition, le Parlement a approuvé sa nomination.

2 QUELQUES SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN

Au cours des divers échanges entre la BCE et le Parlement européen, un large éventail de questions ont été abordées, la politique monétaire étant le sujet principal autour duquel se sont articulées les auditions du président devant le Parlement. Quelques autres questions débattues sont présentées ci-après.

LA RÉFORME DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

Les échanges de vues entre le Parlement européen et la BCE ont été consacrés en grande partie à l'évolution des finances publiques et à la réforme du Pacte de stabilité et de croissance. Dans sa résolution relative aux finances publiques dans l'UEM adoptée en février 2005, le Parlement européen a émis un avertissement selon lequel « des dépenses publiques excessives mettent en danger la stabilité des prix, le bas niveau des taux d'intérêt et les niveaux de l'investissement public, et réduisent en outre la capacité de relever les défis posés par les évolutions démographiques ». S'agissant de la réforme du Pacte de stabilité et de croissance, le Parlement a accueilli favorablement le renforcement du volet préventif du Pacte et l'attention accrue accordée aux niveaux d'endettement et aux objectifs de Lisbonne. Toutefois, il a exprimé ses préoccupations quant au manque de clarté des règles du volet correctif du Pacte et regretté qu'une occasion de renforcer le rôle de la Commission européenne ait été manquée.

Le président de la BCE s'est félicité de la forte convergence de vues entre les deux institutions sur cette question. Lors de ses auditions devant la Commission économique et monétaire, il a souligné que des politiques budgétaires saines étaient fondamentales pour le succès de l'UEM. Dans ce contexte, il a indiqué que la réforme du Pacte fournissait l'occasion de renouveler l'engagement à suivre des politiques budgétaires saines, à condition de mettre en œuvre le cadre révisé de manière rigoureuse et systématique (cf. la section 1.1 du chapitre 4).

L'EXAMEN À MI-PARCOURS DE LA STRATÉGIE DE LISBONNE

L'examen à mi-parcours de la stratégie de Lisbonne a constitué un autre sujet régulièrement débattu par la BCE et le Parlement européen. Dans ses résolutions relatives à cette question, le Parlement a salué l'engagement pris par le Conseil de l'UE et la Commission européenne d'imprimer un nouvel élan à la stratégie de Lisbonne et exprimé son soutien au nouveau cadre de gouvernance. Le Parlement a également souligné que « des conditions macroéconomiques durables, axées sur la croissance, doivent être garanties pour que (...) les objectifs économiques, sociaux et environnementaux soient atteints ». Le Parlement a regretté que le Conseil européen n'ait pas approuvé la proposition du groupe de haut niveau présidé par Wim Kok, visant à la présentation, par la Commission, d'un classement annuel des États membres en fonction de leurs progrès dans la réalisation des objectifs de Lisbonne.

Le président de la BCE a déclaré que la révision de la stratégie de Lisbonne constituait un schéma satisfaisant pour libérer le potentiel de croissance et d'emploi de l'Europe. En outre, il a partagé l'opinion du Parlement selon laquelle un environnement macroéconomique stable était une condition préalable à l'augmentation de la croissance et de l'emploi. Il a également mis l'accent sur la nécessité d'un étalonnage des performances (*benchmarking*) et d'un soutien des pairs au niveau européen pour améliorer la mise en œuvre des réformes structurelles (cf. la section 1.1 du chapitre 4).

LA COMMUNICATION SUR L'EURO ET L'UEM

En 2005, le Parlement européen a également examiné de manière détaillée la politique de communication sur l'euro et l'UEM dirigée vers les citoyens des pays membres actuels et futurs de la zone euro. En mars, le rapporteur du Parlement européen sur cette question s'est rendu à la BCE pour procéder à des échanges de vues avec José Manuel González-Páramo, membre du Directoire, et plusieurs experts de la BCE. Dans sa résolution relative à la mise en

œuvre d'une stratégie d'information et de communication sur l'euro et l'UEM, le Parlement s'est félicité des avantages de l'UEM et a décrit l'euro comme étant « peut-être le plus réussi des projets européens jamais lancés ». Afin de soutenir la monnaie unique et de préparer les futurs pays membres de la zone à un passage harmonieux à l'euro, le Parlement a formulé le souhait d'une stratégie de communication sur l'euro et l'UEM à la fois cohérente, ambitieuse et de longue durée. L'une des mesures préconisées par le Parlement a été la réalisation par la BCE d'une analyse quantitative annuelle des avantages de la monnaie unique pour les citoyens.

Au cours de son audition devant le Parlement européen réuni en session plénière, le président a souligné que la BCE étudiait tous les moyens appropriés visant à renforcer la communication sur les avantages de la monnaie unique. Il a expliqué qu'une analyse quantitative à grande échelle des avantages de l'euro pouvait se heurter à des difficultés méthodologiques et à des limites inhérentes aux données. Dans une lettre adressée au Parlement, il a également indiqué qu'une telle analyse pouvait impliquer la nécessité d'aborder des sujets dépassant le domaine d'activité d'une banque centrale.

L'INTÉGRATION ET LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRES

Les questions relatives à l'intégration et à la réglementation financières ont une nouvelle fois fait l'objet d'échanges entre la BCE et le Parlement européen. Le Parlement européen a porté une attention particulière aux activités du SEBC et du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) dans le domaine des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres. Dans la résolution qu'il a adoptée sur cette question en juillet 2005, le Parlement a déclaré que les normes SEBC-CERVM (cf. la section 4.3 du chapitre 3) ne devaient pas préjuger de l'approche de l'UE en matière de législation et a souligné la nécessité d'une consultation large et ouverte des parties concernées par cette question.

Le président a souligné que les normes contribuaient fortement à une infrastructure sûre et intégrée dans le domaine de la compensation et du règlement-livraison de titres, et que le SEBC et le CERVM avaient pris leurs décisions d'une manière ouverte et transparente, à la suite d'une large consultation engagée auprès des intervenants de marché. Il a également déclaré que les normes SEBC-CERVM ne préjugeaient ni ne s'opposaient à tout acte législatif futur dans ce domaine.

LES PIÈCES ET LES BILLETS EN EUROS

L'éventuelle émission de très petites coupures de billets en euros a aussi été discutée en 2005. Outre la soumission de questions écrites au président relatives à ce sujet, le Parlement européen a adopté une déclaration appelant la Commission européenne, le Conseil de l'UE et la BCE à reconnaître le besoin d'émettre des billets de 1 euro et de 2 euros.

Le Conseil des gouverneurs a décidé en 2004 de ne pas introduire de très petites coupures de billets en euros étant donné que les arguments contraires l'emportaient sur les arguments en faveur de l'introduction de ces billets. La décision du Conseil des gouverneurs a été motivée par l'insuffisance de la demande du public en billets de très faible valeur faciale, les problèmes pratiques posés aux tierces parties par l'introduction de ces billets et les coûts élevés d'impression et de traitement. Le président a expliqué qu'aucun élément nouveau n'était apparu pour modifier l'évaluation du Conseil des gouverneurs.

Artiste

Natividad Bermejo

Titre

Duérmete niño, 2000

Support

Graphite sur papier

Format

145 x 212 cm

© BCE et l'artiste



CHAPITRE 6

LA COMMUNICATION EXTERNE

I LA POLITIQUE DE COMMUNICATION

La communication fait partie intégrante de la politique monétaire de la BCE et de l'exercice de ses autres missions. Deux éléments clés, l'ouverture et la transparence, guident l'action de la BCE en matière de communication. Ces deux éléments contribuent à l'efficacité, à l'efficience et à la crédibilité de la politique monétaire de la BCE. Ils confortent également les efforts de la BCE pour rendre pleinement compte de ses actions, comme cela est expliqué plus en détail au chapitre 5.

L'idée, introduite en 1999, d'expliquer en temps réel, de façon régulière et en détail, la politique monétaire de la BCE, son diagnostic et ses décisions, constitue une approche unique au monde en termes d'ouverture et de transparence de la communication d'une banque centrale. Les décisions de politique monétaire sont expliquées lors d'une conférence de presse tenue immédiatement à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle ces décisions ont été prises. Une déclaration introductive détaillée est prononcée par le président qui se tient, avec le vice-président, à la disposition des représentants des médias pour répondre aux questions. Depuis décembre 2004, les décisions prises par le Conseil des gouverneurs autres que celles relatives à la fixation des taux d'intérêt sont également publiées chaque mois sur les sites internet des banques centrales de l'Eurosystème.

Les actes juridiques de la BCE sont publiés dans les vingt langues officielles de l'UE, au même titre que la situation financière consolidée de l'Eurosystème. Les autres publications statutaires de la BCE, le *Rapport annuel*, la version trimestrielle du *Bulletin mensuel* et le *Rapport sur la convergence* sont publiées dans dix-neuf des vingt langues officielles de l'UE¹. À des fins de responsabilité et de transparence vis-à-vis des citoyens européens et de leurs représentants élus, la BCE publie également d'autres documents dans toutes les langues officielles, en particulier des communiqués de presse sur les décisions de politique monétaire,

les projections macroéconomiques et les positions adoptées revêtant un intérêt pour le grand public. L'élaboration, la publication et la diffusion des versions dans les langues nationales des publications clés de la BCE sont réalisées en collaboration étroite avec les BCN.

¹ Une exception temporaire est faite pour le maltais.

2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION

La BCE doit s'adresser à des publics très divers, tels que les experts financiers, les médias, les gouvernements, les parlements et le grand public, qui disposent de différents niveaux de compréhension de la finance et de l'économie. En conséquence, son mandat et ses décisions sont expliqués au travers d'un ensemble d'actions et d'outils de communication qui sont améliorés en permanence afin de les rendre plus efficaces.

La BCE publie un certain nombre d'études et de rapports. Le *Rapport annuel* présente un compte rendu des activités de la BCE au cours de l'exercice précédent et permet ainsi à la BCE de respecter son obligation de rendre compte de ses actions. Le *Bulletin mensuel* fournit une mise à jour régulière de l'évaluation par la BCE des évolutions économiques et monétaires ainsi que des informations détaillées sur les facteurs sous-tendant ses décisions. De plus, la BCE contribue à la diffusion des résultats de travaux de recherche en publiant des *Documents de travail* et des *Études concernant des sujets spécifiques* et en organisant des séminaires, des ateliers et des conférences destinés à un public d'experts.

En 2005, la BCE a réalisé, en collaboration avec les BCN de la zone euro, un outil éducatif à destination des jeunes lycéens et de leurs enseignants. Ce nouvel outil vise à procurer une vue d'ensemble claire des raisons pour lesquelles la stabilité des prix est importante pour assurer la prospérité à long terme et de la manière dont la politique monétaire de la BCE est axée sur la réalisation de cet objectif. Le dossier d'information, qui a été produit dans toutes les langues de la zone euro, a été distribué à environ 50 000 lycéens de cette zone. Ce dossier comprend un film d'animation de huit minutes, des brochures destinées aux élèves et un manuel à l'intention des enseignants. Il peut aussi être téléchargé à partir du site internet de la BCE où il est disponible dans toutes les langues officielles de l'UE.

La BCE a également affiné sa méthode de communication des décisions de politique



monétaire aux marchés financiers et de délivrance de ses messages au public. Depuis février 2005, la conférence de presse mensuelle est diffusée en direct sur le site internet de la BCE. De plus, les fichiers vidéo et audio correspondants sont mis à disposition du public peu après la tenue de la conférence.

Conjointement avec la BRI et les banques centrales du G10, la BCE a lancé une nouvelle publication intitulée *International Journal of Central Banking*, dont la première publication trimestrielle est parue le 19 mai 2005. Elle comporte des articles pertinents pour la prise de décision, couvrant tous les aspects théoriques et pratiques de l'activité de banque centrale et plus particulièrement centrés sur les travaux relatifs à la stabilité monétaire et financière.

Tous les membres du Conseil des gouverneurs contribuent directement à mieux faire connaître et comprendre au public les missions et les politiques de l'Eurosystème par le biais d'auditions devant le Parlement européen et les parlements nationaux, d'allocutions publiques et d'interviews accordées aux médias. En 2005, les membres du Directoire ont prononcé quelque 220 allocutions, donné de nombreuses

interviews et publié également des articles dans des revues, magazines et journaux.

Les BCN de la zone euro jouent également un rôle important en assurant la diffusion, au niveau national, de l'information sur l'euro et les activités de l'Eurosystème auprès du grand public et des parties intéressées. Elles s'adressent à une grande diversité de publics nationaux et régionaux dans leur propre langue et en tenant compte de leur environnement respectif.

La BCE accueille également des groupes de visiteurs dans ses locaux de Francfort. En 2005, quelque 8 000 visiteurs ont reçu directement des informations sous la forme de conférences et de présentations données par des membres du personnel de la BCE. Les étudiants et les professionnels de la finance ont constitué la majorité des visiteurs.

Tous les documents publiés par la BCE et ses diverses activités sont présentés sur le site internet de la BCE. En 2005, quelque 65 000 demandes d'information ont été reçues par le biais de divers canaux et traitées.

La BCE organise un programme annuel de journées culturelles dont l'objectif est de permettre au public ainsi qu'à ses propres employés de mieux appréhender la diversité culturelle et le dynamisme des États membres de l'UE. Chaque année, cet événement met en valeur la richesse de la culture d'un pays en particulier, favorisant ainsi une meilleure compréhension des nations de l'UE. En 2005, le programme des journées culturelles a été consacré à la Hongrie, après le Portugal en 2003 et la Pologne en 2004. Les manifestations ont été organisées en étroite collaboration avec la Magyar Nemzeti Bank et se sont déroulées du 2 au 28 novembre.

Artiste

Pedro Proença

Titre

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Support

Acrylique sur toile

Format

200 x 150 cm

© BCE et l'artiste



CHAPITRE 7

LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS

I LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE

I.1 L'EUROSYSTÈME ET LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES



L'Eurosystème est le système de banque centrale de la zone euro. Il regroupe la BCE et les BCN des douze États membres dont la monnaie est l'euro. Le Conseil des gouverneurs a adopté le terme d'« Eurosystème » afin de permettre une meilleure compréhension de la structure de l'activité de banque centrale dans la zone euro. Ce terme souligne la notion d'identité partagée, de travail d'équipe et de coopération de l'ensemble de ses membres. En janvier 2005, la BCE et les BCN de la zone euro ont publié sur leur site internet une déclaration de mission pour l'Eurosystème, ainsi que des orientations stratégiques et des principes d'organisation pour l'accomplissement des fonctions de l'Eurosystème par l'ensemble de ses membres.

Le SEBC se compose de la BCE et des BCN de tous les États membres de l'UE (vingt-cinq actuellement) : il inclut donc les banques centrales des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro. Cette distinction entre l'Eurosystème et le SEBC sera maintenue tant qu'il restera des États membres n'ayant pas adopté l'euro.

La BCE est dotée de la personnalité juridique de droit public international. Elle se trouve au cœur de l'Eurosystème et du SEBC et veille à ce que leurs missions respectives soient remplies, soit par ses activités propres, soit par l'intermédiaire des BCN.

Chaque BCN est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit national du pays

concerné. Les BCN de la zone euro, qui font partie intégrante de l'Eurosystème, remplissent les missions confiées à celui-ci, conformément aux règles établies par les organes de décision de la BCE. Les BCN contribuent également aux travaux de l'Eurosystème et du SEBC au travers de la participation de leurs représentants aux comités Eurosystème/SEBC (cf. la section 1.5 de ce chapitre). Elles sont autorisées à exercer, sous leur propre responsabilité, des fonctions ne relevant pas de l'Eurosystème, sauf si le Conseil des gouverneurs juge que celles-ci interfèrent avec les objectifs et missions de l'Eurosystème.

L'Eurosystème et le SEBC sont dirigés par les organes de décision de la BCE : le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Le Conseil général constitue le troisième organe de décision de la BCE, tant qu'il existe des États membres de l'UE n'ayant pas encore adopté l'euro. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le Traité, les statuts du SEBC et le règlement intérieur¹. La prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée. Cependant, la BCE et les BCN de la zone euro contribuent ensemble, sur le plan stratégique et opérationnel, à la réalisation des objectifs communs, dans le strict respect du principe de décentralisation conformément aux statuts du SEBC.

1.2 LE CONSEIL DES GOUVERNEURS

Le Conseil des gouverneurs comprend l'ensemble des membres du Directoire de la BCE ainsi que les gouverneurs des BCN des États membres ayant adopté l'euro. Conformément au Traité, ses principales responsabilités sont les suivantes :

- arrêter les orientations et prendre les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à l'Eurosystème ;
- définir la politique monétaire de la zone euro, y compris, le cas échéant, les décisions relatives aux objectifs monétaires intermédiaires, aux taux directeurs et à

l'approvisionnement en réserves au sein de l'Eurosystème, et arrêter les orientations nécessaires à leur exécution.

Le Conseil des gouverneurs se réunit en règle générale deux fois par mois dans les locaux de la BCE à Francfort-sur-le-Main, en Allemagne. La première réunion mensuelle est spécifiquement consacrée à une analyse approfondie des évolutions monétaires et économiques et aux décisions correspondantes, la seconde étant généralement vouée aux questions relatives aux autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème. En 2005, deux réunions se sont tenues en dehors de Francfort, l'une étant organisée par la Deutsche Bundesbank à Berlin et l'autre par la Banque de Grèce à Athènes.

Lorsqu'ils prennent des décisions de politique monétaire ou relatives à d'autres missions de la BCE et de l'Eurosystème, les membres du Conseil des gouverneurs n'agissent pas en qualité de mandataires d'un pays, mais en toute indépendance et à titre personnel. Cela se reflète dans le principe de « une voix par membre » appliqué au sein du Conseil.

¹ Cf. la décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 adoptant le règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 80 du 18.03.2004 ; la décision BCE/2004/12 du 17 juin 2004 adoptant le règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 230 du 30.06.2004 ; et la décision BCE/1999/7 du 12 octobre 1999 concernant le règlement intérieur du Directoire de la BCE, JO L 314 du 08.12.1999. Ces textes peuvent également être consultés sur le site internet de la BCE.

LE CONSEIL DES GOUVERNEURS



**Au troisième rang
(de gauche à droite) :**
Lorenzo Bini Smaghi,
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**
Jaime Caruana, Vítor Constâncio,
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,
John Hurley, Guy Quaden

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**
Nicholas C. Garganas, Yves Mersch,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Nout Wellink, Christian Noyer

Jean-Claude Trichet

Président de la BCE

Lucas D. Papademos

Vice-président de la BCE

Lorenzo Bini Smaghi

(depuis le 1^{er} juin 2005)

Membre du Directoire de la BCE

Jaime Caruana

Gouverneur, Banco de España

Vítor Constâncio

Gouverneur, Banco de Portugal

Vincenzo Desario

(du 20 décembre 2005 au 15 janvier 2006)

Gouverneur par intérim, Banca d'Italia

Mario Draghi

(depuis le 16 janvier 2006)

Gouverneur, Banca d'Italia

Antonio Fazio

(jusqu'au 19 décembre 2005)

Gouverneur, Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

Gouverneur, Banque de Grèce

José Manuel González-Páramo

Membre du Directoire de la BCE

John Hurley

Gouverneur, Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland

Otmar Issing

Membre du Directoire de la BCE

Klaus Liebscher

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Gouverneur, Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa

(jusqu'au 31 mai 2005)

Membre du Directoire de la BCE

Guy Quaden

Gouverneur, Banque nationale de Belgique

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membre du Directoire de la BCE

Axel A. Weber

Président, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Président, De Nederlandsche Bank

1.3 LE DIRECTOIRE

Le Directoire se compose du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres ayant adopté l'euro. Les principales responsabilités du Directoire, qui se réunit en règle générale une fois par semaine, sont les suivantes :

- préparer les réunions du Conseil des gouverneurs ;
- mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro, conformément aux orientations et

aux décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs et, dans ce cadre, donner les instructions nécessaires aux BCN de la zone euro ;

- assurer la gestion des affaires courantes de la BCE ;
- exercer certains pouvoirs, y compris de nature réglementaire, qui lui sont délégués par le Conseil des gouverneurs.

Le Comité de gestion, qui est présidé par un membre du Directoire, conseille et assiste le Directoire pour les questions relevant de la gestion de la BCE, son orientation stratégique et la procédure budgétaire annuelle.

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**

Lorenzo Bini Smaghi,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

**Au premier rang
(de gauche à droite) :**

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (Président),
Lucas D. Papademos
(Vice-président)



Jean-Claude Trichet

Président de la BCE

Lucas D. Papademos

Vice-président de la BCE

Lorenzo Bini Smaghi

(depuis le 1^{er} juin 2005)

Membre du Directoire de la BCE

José Manuel González-Páramo

Membre du Directoire de la BCE

Otmar Issing

Membre du Directoire de la BCE

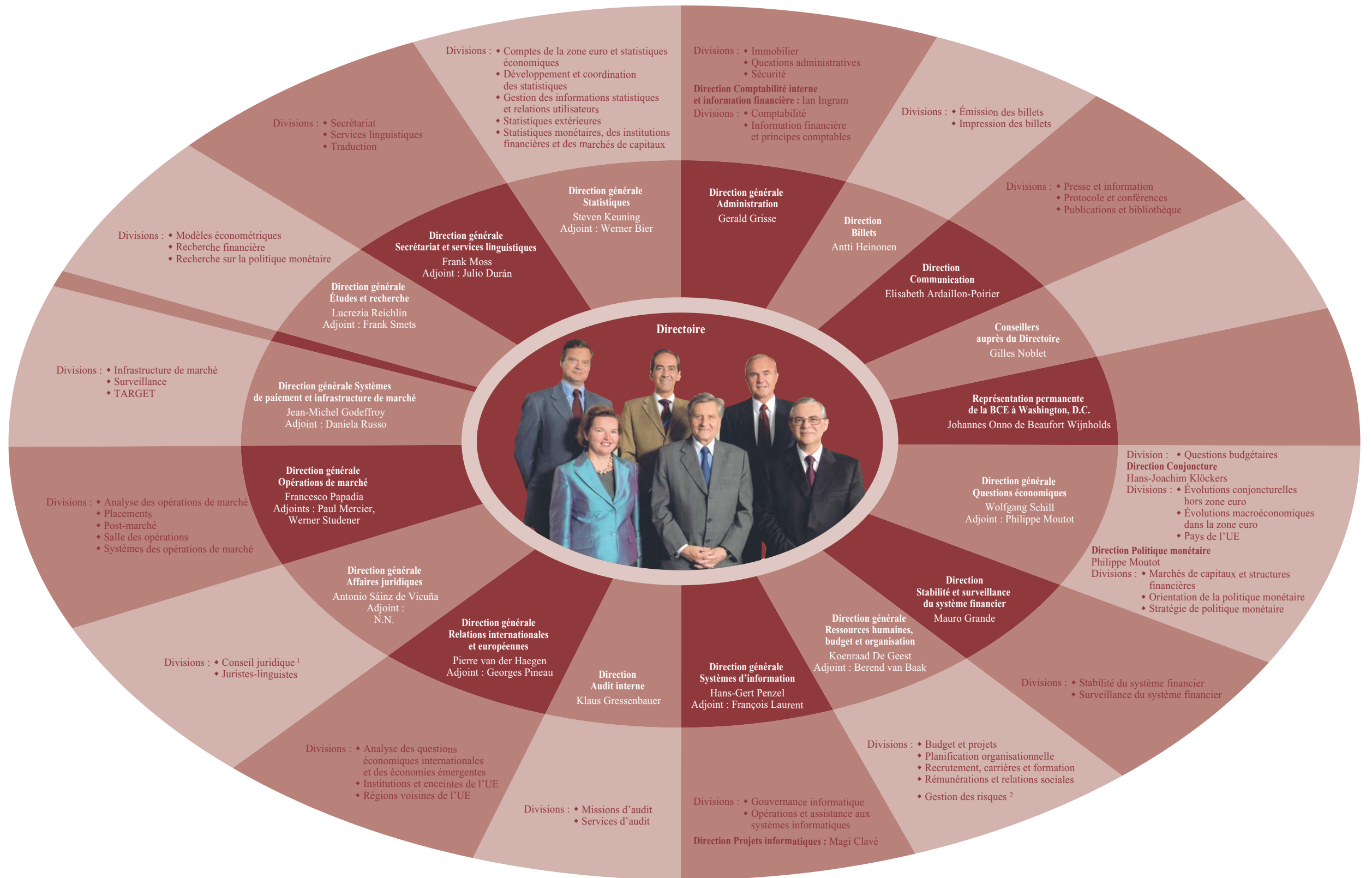
Tommaso Padoa-Schioppa

(jusqu'au 31 mai 2005)

Membre du Directoire de la BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membre du Directoire de la BCE



Directoire

Au deuxième rang (de gauche à droite) : Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Otmar Issing

Au premier rang (de gauche à droite) : Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (président), Lucas D. Papademos (vice-président)

¹ Y compris les activités liées à la protection des données.

² Fait directement rapport au membre du Directoire responsable des opérations de marché.

I.4 LE CONSEIL GÉNÉRAL

Le Conseil général se compose du président et du vice-président de la BCE, ainsi que des gouverneurs des BCN de tous les États membres de l'UE. Il accomplit, pour l'essentiel, les missions reprises de l'IME. Dans la mesure où tous les États membres n'ont pas adopté l'euro, ces missions doivent toujours être accomplies par la BCE. En 2005, le Conseil général s'est réuni à quatre reprises. En mars 2005, il a décidé d'inviter les gouverneurs des banques centrales de Bulgarie

et de Roumanie à assister à ses réunions en qualité d'observateurs à compter de la date de signature du traité d'adhésion par ces pays. Cette décision a été prise en accord avec l'approche adoptée en 2003 à l'égard des banques centrales des dix pays alors appelés à adhérer à l'UE, afin de favoriser la coopération en vue de leur entrée dans le SEBC. Le 16 juin 2005, les gouverneurs des banques centrales de Bulgarie et de Roumanie ont participé pour la première fois, en tant qu'observateurs, à une réunion du Conseil général.

Au troisième rang (de gauche à droite) :

Andres Lipstok, Erkki Liikanen, Ilmārs Rimšēvičs, Lars Heikensten, Zdeněk Tůma, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

Au deuxième rang (de gauche à droite) :

Nicholas C. Garganas, Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz, Vítor Constâncio, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, John Hurley, Zsigmond Jári

Au premier rang (de gauche à droite) :

Yves Mersch, Bodil Nyboe Andersen, Christodoulos Christodoulou, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Nout Wellink, Christian Noyer, Guy Quaden

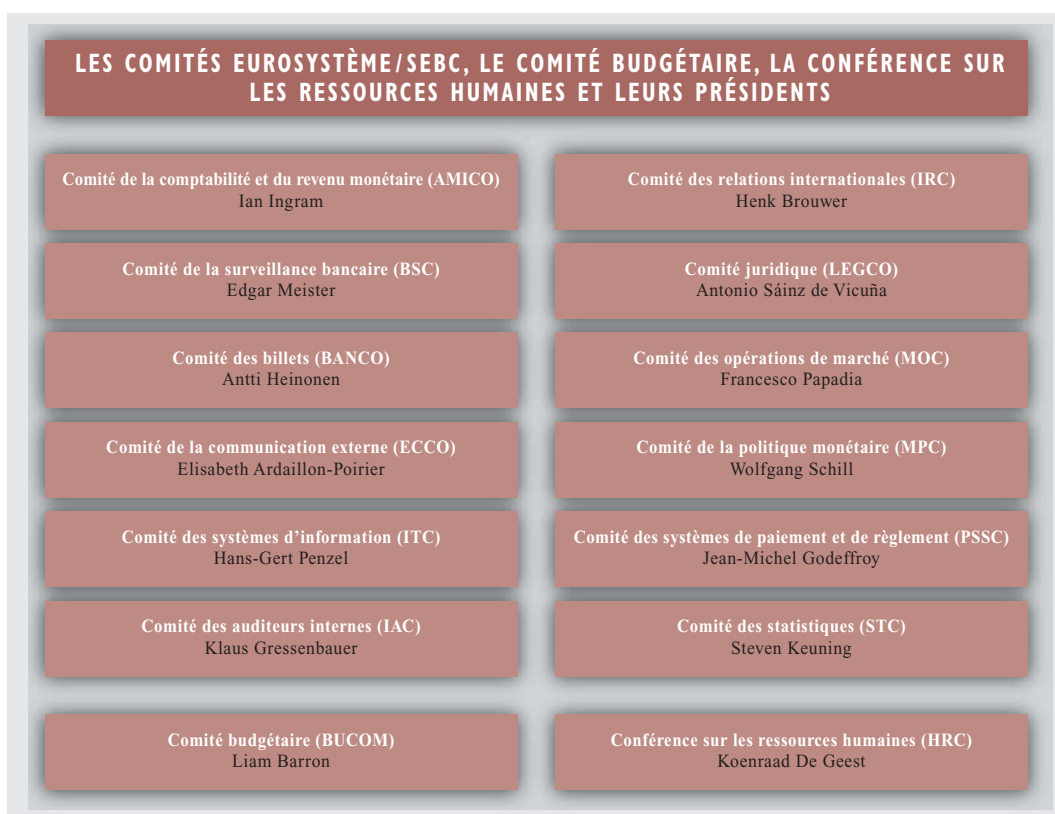


Jean-Claude Trichet Président de la BCE
Lucas D. Papademos Vice-président de la BCE
Bodil Nyboe Andersen (jusqu'au 31 octobre 2005)
Gouverneur, Danmarks Nationalbank
Leszek Balcerowicz
Président, Narodowy Bank Polski
Nils Bernstein (depuis le 1^{er} novembre 2005)
Gouverneur, Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello
Gouverneur, Banque centrale de Malte
Jaime Caruana Gouverneur, Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Gouverneur, Banque centrale de Chypre
Vítor Constâncio Gouverneur, Banco de Portugal
Vincenzo Desario
(du 20 décembre 2005 au 15 janvier 2006)
Gouverneur par intérim, Banca d'Italia
Mario Draghi (depuis le 16 janvier 2006)
Gouverneur, Banca d'Italia
Antonio Fazio (jusqu'au 19 décembre 2005)
Gouverneur, Banca d'Italia
Nicholas C. Garganas
Gouverneur, Banque de Grèce
Mitja Gaspari Gouverneur, Banka Slovenije
Lars Heikensten (jusqu'au 31 décembre 2005)
Gouverneur, Sveriges Riksbank
John Hurley
Gouverneur, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Stefan Ingves (depuis le 1^{er} janvier 2006)
Gouverneur, Sveriges Riksbank
Zsigmond Jári
Président, Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Gouverneur, Bank of England
Vahur Kraft (jusqu'au 6 juin 2005)
Gouverneur, Eesti Pank
Klaus Liebscher
Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen
Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank
Andres Lipstok (depuis le 7 juin 2005)
Gouverneur, Eesti Pank
Yves Mersch
Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer Gouverneur, Banque de France
Guy Quaden
Gouverneur, Banque nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs Gouverneur, Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas
Président du Conseil d'administration,
Lietuvos bankas
Ivan Šramko
Gouverneur, Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma
Gouverneur, Česká národní banka
Axel A. Weber Président, Deutsche Bundesbank
Nout Wellink
Président, De Nederlandsche Bank

Note : Mervyn King et Ivan Šramko n'ont pas pu assister à la réunion lors de laquelle la photo a été prise.

I.5 LES COMITÉS EUROSISTÈME/SEBC, LE COMITÉ BUDGÉTAIRE ET LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES



Les comités Eurosystem/SEBC ont continué de jouer un rôle important d'assistance aux organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs missions. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les comités ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de décision. Les comités se composent en général uniquement de membres du personnel des banques centrales de l'Eurosystem. Toutefois, les BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro peuvent participer aux réunions des comités chaque fois que ceux-ci traitent de questions relevant du domaine de compétence du Conseil général. Le cas échéant, d'autres organismes compétents peuvent également être invités, comme les autorités de surveillance nationales dans le cas du Comité de la surveillance bancaire. Depuis la signature du traité d'adhésion en avril 2005 et conformément à la décision d'inviter les gouverneurs des banques centrales des

nouveaux pays adhérents à participer aux réunions du Conseil général, des experts des banques centrales de Bulgarie et de Roumanie sont conviés à assister, en qualité d'observateurs, aux réunions des comités du SEBC chaque fois que ceux-ci traitent de questions relevant du domaine de compétence du Conseil général. Il existe actuellement douze comités Eurosystem/SEBC, qui ont tous été créés en application de l'article 9 du règlement intérieur de la BCE.

Le Comité budgétaire, créé en application de l'article 15 du règlement intérieur, assiste le Conseil des gouverneurs pour les questions se rapportant au budget de la BCE.

En novembre 2005, le Conseil des gouverneurs a mis en place une Conférence sur les ressources humaines, en application de l'article 9 bis du règlement intérieur (cf. la section 2 de ce chapitre).

1.6 LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Outre les organes de décision, le gouvernement d'entreprise de la BCE recouvre également plusieurs niveaux de contrôle, tant interne qu'externe, ainsi que des règles concernant l'accès du public aux documents de la BCE.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE EXTERNE

Les statuts du SEBC prévoient deux niveaux de contrôle externe : le commissaire aux comptes extérieur², qui vérifie les comptes annuels de la BCE (article 27.1 des statuts du SEBC), et la Cour des comptes européenne, qui examine l'efficacité de la gestion de la BCE (article 27.2). Le rapport annuel de la Cour des comptes européenne, ainsi que la réponse de la BCE, sont publiés sur le site internet de la BCE et au Journal officiel de l'Union européenne.

En août 2002, le Conseil des gouverneurs a décidé que, afin de renforcer les garanties données au public quant à l'indépendance du commissaire aux comptes extérieur de la BCE, le principe d'une rotation des cabinets d'audit serait appliqué. Cette décision a été mise en œuvre dans le cadre de la procédure de nomination du commissaire aux comptes de la BCE.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE INTERNE

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche fonctionnelle. Chaque unité organisationnelle (section, division, direction ou direction générale) est responsable de son propre contrôle interne et de son efficacité. À cette fin, ces unités mettent en œuvre des procédures de contrôle opérationnel dans leur domaine de responsabilité et déterminent le niveau d'acceptation des risques. Par exemple, un ensemble de règles et procédures, qualifié de « muraille de Chine », est en place pour empêcher que des informations internes, provenant des cercles responsables de la politique monétaire, ne parviennent aux services en charge de la gestion des réserves de change de la BCE et de son portefeuille de fonds propres. Outre les contrôles mis en place par chaque unité

organisationnelle, différentes divisions de la Direction générale des Ressources humaines, du budget et de l'organisation suivent le processus de contrôle et font des propositions pour améliorer l'efficacité de l'identification, de l'évaluation et de la réduction des risques touchant la BCE dans son ensemble.

Indépendamment de la structure de contrôle et du suivi des risques de la BCE, des missions d'audit sont réalisées par la Direction de l'Audit interne sous la responsabilité du Directoire. Conformément au mandat défini dans la Charte d'audit de la BCE³, les auditeurs internes de la BCE évaluent, sur une base *ad hoc*, l'adéquation et l'efficacité du système de contrôle interne de la BCE et les performances de cette dernière dans l'accomplissement des responsabilités qui lui sont dévolues. Les auditeurs internes de la BCE adhèrent aux Normes internationales pour la pratique professionnelle de l'audit interne définies par l'Institut de l'audit interne.

Un comité Eurosysteme/SEBC, le Comité des auditeurs internes, qui se compose des responsables de l'audit interne à la BCE et dans les BCN, est chargé d'assurer la coordination de la couverture des projets et des systèmes opérationnels communs à l'Eurosysteme/SEBC par des procédures d'audit.

Deux codes de conduite sont en vigueur à la BCE. Le premier concerne les membres du Conseil des gouverneurs et reflète leur responsabilité en matière de sauvegarde de l'intégrité et de la réputation de l'Eurosysteme et de maintien de l'efficacité de ses opérations⁴. Il fournit des orientations et établit des normes d'éthique professionnelle à l'intention des membres du Conseil des gouverneurs et de leurs

2 À l'issue d'une procédure d'appel d'offres en 2002, le cabinet KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft a été nommé commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour un mandat de cinq ans recouvrant les exercices 2003 à 2007.

3 La Charte d'audit de la BCE est publiée sur le site internet de la BCE afin de favoriser la transparence concernant les dispositions en vigueur à la BCE en matière d'audit.

4 Cf. le Code de conduite des membres du Conseil des gouverneurs, JO C 123 du 24.05.2002 et le site internet de la BCE

suppléants dans l'exercice de leurs fonctions en cette qualité. Le Conseil des gouverneurs a également nommé un conseiller chargé de donner à ses membres des orientations s'agissant de certains aspects relatifs au comportement professionnel. Le second code est le Code de conduite de la BCE, qui fournit des orientations et établit des références à l'intention du personnel de la BCE et des membres du Directoire, qui sont tous appelés à maintenir une éthique professionnelle élevée dans l'accomplissement de leurs missions⁵. Conformément aux règles relatives aux délits d'initiés, il est interdit au personnel de la BCE et aux membres du Directoire de tirer profit des informations internes lorsqu'ils se livrent à des activités financières à titre personnel et pour compte propre, ou au titre de et pour le compte de tiers⁶. Un conseiller pour les questions d'éthique, nommé par le Directoire, veille à une interprétation cohérente de ces règles.

LES MESURES ANTIFRAUDE

En 1999, le Parlement européen et le Conseil de l'UE ont adopté un règlement⁷ visant à renforcer la lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés. Ce règlement permet notamment à l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), en cas de suspicion de fraude, de procéder à des enquêtes internes au sein des institutions, organes et organismes de la Communauté.

Le règlement OLAF prévoit que chaque institution, organe et organisme adopte des décisions permettant à l'OLAF de mener ses enquêtes au sein de chacun d'entre eux. En juin 2004, le Conseil des gouverneurs a adopté une décision⁸, entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2004, concernant les conditions et modalités selon lesquelles devaient être exécutées les enquêtes menées par l'OLAF à la BCE.

L'ACCÈS DU PUBLIC AUX DOCUMENTS DE LA BCE

La décision de la BCE relative à l'accès du public à ses documents⁹ adoptée en mars 2004 est conforme aux objectifs et aux normes adoptés par les autres institutions et organes de

la Communauté dans ce domaine. Elle favorise la transparence tout en veillant à préserver l'indépendance de la BCE et des BCN, ainsi que la confidentialité de certaines questions touchant à l'accomplissement des missions de la BCE.

En 2005, les demandes d'accès formulées par le public sont restées limitées.

5 Cf. le Code de conduite de la Banque centrale européenne édité conformément à l'article 11.3 du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO C 76 du 08.03.2001, et le site internet de la BCE

6 Cf. la partie 1.2 du règlement concernant le personnel de la BCE qui contient les règles relatives au comportement et au secret professionnels, JO C 92 du 16.04.2004 et le site internet de la BCE

7 Cf. le règlement (CE) n° 1073/1999 du Parlement européen et du Conseil du 25 mai 1999 concernant les enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), JO L 136 du 31.05.1999

8 Cf. la décision BCE/2004/11 relative aux conditions et modalités des enquêtes effectuées par l'Office européen de lutte antifraude au sein de la Banque centrale européenne en matière de lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés européennes et portant modification des conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne, JO L 230 du 30.06.2004. Cette décision a été adoptée à l'issue du jugement de la Cour européenne de justice du 10 juillet 2003 dans l'affaire C-11/00 opposant la Commission à la Banque centrale européenne, Rec. 2003.

9 JO L 80 du 18.03.2004

2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION

2.1 LES RESSOURCES HUMAINES

LES EFFECTIFS

L'effectif total budgété pour 2005 était de 1 369,5 personnes (en postes équivalent temps plein), contre 1 362,5 personnes en 2004. À fin 2005, 1 360 personnes, soit 1 351 en équivalent temps plein, étaient employées par la BCE, dans le cadre de contrats à durée indéterminée ou de contrats à durée déterminée de douze mois au moins¹⁰. Depuis le 15 mai 2005, la BCE reçoit les candidatures de ressortissants des deux pays adhérents, la Bulgarie et la Roumanie. Tous les recrutements externes destinés à occuper des emplois permanents ont été réalisés sur la base de contrats à durée déterminée de cinq ans pour les postes de direction et de conseil, et de trois ans pour tous les autres postes.

En 2005, la BCE a proposé 106 contrats d'une durée inférieure à un an pour couvrir des besoins d'emplois temporaires (remplacements d'agents en congé de maternité, en congé parental ou sans solde, etc), contre 123 en 2004.

De plus, conformément à l'un des principes d'organisation de l'Eurosystème qui établit que « les membres de l'Eurosystème favorisent et encouragent les échanges de personnel, de compétences et d'expériences », 80 experts des BCN du SEBC, ainsi que des banques centrales de Bulgarie et de Roumanie, ont été recrutés par la BCE pour des périodes courtes comprises entre trois et onze mois. Ces affectations de courte durée ont donné aux personnels de la BCE et des BCN une occasion unique de s'enrichir mutuellement de leurs expériences, favorisant ainsi un esprit d'équipe à l'échelle du SEBC. Elles ont également contribué à la préparation du nouvel élargissement de l'UE et à l'intégration future dans le SEBC.

En 2005, la BCE a proposé des stages à 158 étudiants et diplômés ayant une formation en économie, en statistiques, en administration des entreprises, en droit et en traduction. Sur les 158 stages, 10 ont été proposés dans le cadre du *Graduate Research Programme* (Programme

supérieur de recherche) destiné aux étudiants chercheurs de haut niveau en fin de doctorat.

Dans le cadre du *Research Visitor Programme* (Programme d'accueil des chargés de mission), consacré à des projets de recherche scientifique de haut niveau dans le domaine de la politique monétaire, 19 chargés de mission ont été accueillis en 2005 contre 18 en 2004.

Le *Graduate Programme* de la BCE, destiné à de jeunes diplômés ayant une formation universitaire générale, a été lancé en 2005 accompagné d'un appel à candidatures. Ce programme devrait être réalisé pour la première fois en 2006.

LA MOBILITÉ INTERNE

La mobilité représente pour le personnel l'occasion d'élargir son expertise et un moyen d'accroître les synergies entre les métiers. À cet égard, la politique de recrutement interne, qui met désormais davantage l'accent sur des compétences plus larges, vise à favoriser la mobilité interne du personnel. D'autres initiatives, telles des échanges au sein du personnel et des affectations temporaires à de nouvelles fonctions pour remplacer des collègues absents, contribuent également à cette forme de mobilité. En 2005, plus de 100 agents ont effectué une mobilité interne pour occuper un autre poste.

LA MOBILITÉ EXTERNE

Des agents de la BCE ont continué d'être détachés auprès des BCN et d'autres organisations internationales et européennes (Commission européenne et FMI, par exemple) pour des périodes de deux à douze mois. Quinze agents ont participé au programme *External Work Experience Scheme* (Module d'expérience professionnelle en externe) en 2005. En outre, la BCE a continué d'accorder des demandes de congé sans solde d'une durée maximum de trois ans aux agents souhaitant travailler dans une BCN ou un organisme

¹⁰ Ces effectifs sont à comparer avec 1 314 personnes employées à fin 2004 dans le cadre de contrats à durée déterminée ou indéterminée, soit 1 309 en équivalent temps plein.

financier similaire. Quatorze agents ont bénéficié de cette possibilité en 2005.

LE RENFORCEMENT DES RESSOURCES HUMAINES

La mise en place de la nouvelle stratégie en matière de ressources humaines engagée en 2004 s'est poursuivie en 2005. Au delà des mesures visant à encourager la mobilité, y compris la rotation des postes de direction, la stratégie des ressources humaines se concentre sur le développement de l'expertise des cadres dirigeants de la BCE. Les compétences en matière de gestion et de direction ont continué d'être renforcées au moyen d'actions de formation, de *coaching* individuel et d'une rétrocession d'informations émanant de différentes sources. Cette dernière, effectuée tous les ans, est obligatoire pour tous les cadres dirigeants de la BCE et comporte une évaluation par le personnel concerné, laquelle contribue à l'évaluation annuelle des performances de ces dirigeants. De plus, le domaine couvert par l'*Advanced Management Training Programme* (action de formation et de perfectionnement au management) a été étendu à la gestion des performances du personnel et des changements d'ordre organisationnel.

En outre, les six valeurs communes de la BCE (compétence, efficacité et efficience, intégrité, esprit d'équipe, transparence et responsabilité, conscience d'œuvrer pour l'Europe) recensées en 2004 ont été progressivement intégrées aux politiques de ressources humaines. Les premières étapes de la transposition au quotidien de ces valeurs dans le comportement et les performances du personnel ont consisté à encourager les initiatives visant à concrétiser ces valeurs sous la forme de normes comportementales et d'actions, et à les intégrer dans l'évaluation des performances des agents.

L'acquisition et le développement permanents de qualifications et de compétences sont l'un des aspects les plus importants de la stratégie de la BCE en matière de ressources humaines. Fondamentalement, l'apprentissage et le développement des compétences constituent une responsabilité partagée. La BCE procure les



moyens budgétaires et le cadre de formation, les dirigeants définissent les besoins correspondants pour assurer aux agents le maintien du niveau élevé de connaissances et de qualifications professionnelles que requiert leur poste actuel, et les agents ont pour principale responsabilité de veiller à leur formation et au développement de leurs compétences. Outre différentes possibilités de formation interne, les employés et les cadres peuvent profiter de possibilités de formation externe pour répondre à des besoins de formation individuelle spécifiques ou de nature plus « technique ». Ils peuvent aussi bénéficier des possibilités de formation offertes dans le cadre de programmes communs à l'ensemble du SEBC ou proposées par les BCN.

Par ailleurs, dans le cadre de la *Secondary Training Policy* (politique de formation complémentaire), la BCE a offert une assistance à dix-neuf employés souhaitant obtenir une qualification susceptible de renforcer leurs compétences professionnelles au-delà du niveau requis par leur poste actuel.

LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES ET LE SUIVI DE LA DÉCLARATION DE MISSION DE L'EUROSYSTEME

En vue de favoriser davantage la coopération et l'esprit d'équipe au sein des banques centrales de l'Eurosystème/du SEBC dans le domaine de la gestion des ressources humaines, le Conseil des gouverneurs a institué une Conférence sur les ressources humaines (*Human Resources Conference – HRC*), formalisant ainsi la coopération existant de longue date entre les responsables du personnel des banques centrales de l'UE. Sans préjudice de la compétence exclusive des BCN et de la BCE dans le domaine des ressources humaines, le Conseil des gouverneurs a donné mandat à la Conférence pour l'échange d'expériences,

d'expertise et d'informations relatives aux politiques et pratiques en matière de ressources humaines. La Conférence sur les ressources humaines participera notamment à l'identification des opportunités d'actions de formation communes et au développement de mesures favorisant les échanges de personnel. Elle coordonnera également les activités d'intérêt commun dans le domaine des ressources humaines.

Le 1^{er} septembre 2005, le Conseil des gouverneurs a arrêté un certain nombre de mesures concrètes destinées à promouvoir la déclaration de mission de l'Eurosystème publiée en janvier 2005. La Conférence sur les ressources humaines et le Comité de la communication externe Eurosystème/SEBC ont été ultérieurement mandatés pour mettre en œuvre les mesures décidées. Les personnels de l'Eurosystème s'emploieront en permanence à donner un sens concret à la déclaration de mission dans leur travail quotidien.

LA GESTION DE LA DIVERSITÉ

La gestion de la diversité cherche à exploiter les différences au sein du personnel afin de créer un environnement de travail productif et respectueux au sein duquel les talents sont pleinement utilisés et les objectifs en termes d'organisation atteints. La gestion de la diversité constitue une priorité pour la BCE qui emploie des ressortissants des vingt-cinq États membres de l'UE ainsi que des deux pays adhérents. Elle a donc été intégrée par la BCE dans son activité quotidienne afin que les compétences individuelles des agents soient reconnues et pleinement utilisées, lui permettant ainsi de remplir ses missions avec un niveau de performances élevé. Une politique générale de la diversité, un schéma d'orientation relatif à la dignité au travail et une proposition pour le suivi des questions liées à la diversité ont fait l'objet de nouvelles avancées en 2005.

2.2 L'EXAMEN DE L'EFFICACITÉ ET DE L'EFFICIENCE DE LA BCE

En tant qu'institution publique, la BCE se doit de rendre les meilleurs services au meilleur coût. En complément des mécanismes actuels de contrôle interne et externe qui permettent un suivi permanent de l'accomplissement de son engagement, la BCE a décidé d'examiner son efficacité et son efficacité en réalisant une procédure de budget base zéro (BBZ) qui a impliqué une participation active du personnel et des dirigeants. La procédure BBZ a consisté en un réexamen *ex nihilo* de l'efficacité et de l'efficacité des activités de tous les métiers de la BCE, au moyen d'une enquête relative aux activités et aux résultats de l'ensemble du personnel de la BCE.

En s'appuyant sur les résultats de la procédure BBZ, le Directoire a décidé d'économiser un nombre substantiel de postes, mais sans procéder à des licenciements. Un gel temporaire des recrutements a été mis en œuvre pendant quelques mois en 2005 et l'éventuelle réaffectation de certains membres du personnel au sein de l'institution a été envisagée. Le Directoire a adopté d'autres mesures couvrant un champ plus large de questions relatives à l'organisation interne ou transversale des différents métiers de la BCE. Au nombre de ces mesures figurent : la création d'un Service central des achats au sein de la Direction générale de l'Administration ; la fusion de la Direction de la Planification et du contrôle budgétaire avec la Direction des Ressources humaines pour former une nouvelle Direction générale des Ressources humaines, du budget et de l'organisation ; la clarification de la répartition des responsabilités entre la Direction générale des Systèmes d'information et les autres métiers de la BCE en matière d'applications informatiques ; la centralisation des travaux statistiques à la Direction générale des Statistiques ; et le renforcement de la fonction gestion du risque opérationnel.



2.3 LE NOUVEAU SITE DE LA BCE

Le 13 janvier 2005, le Conseil des gouverneurs a pris une décision quant au projet relatif au futur site de la BCE. Au terme d'une évaluation minutieuse et de discussions approfondies, sur la base des critères de sélection du concours, le Conseil des gouverneurs s'est prononcé en faveur du projet architectural révisé de COOP HIMMELB(L)AU, le cabinet d'architectes qui avait remporté le concours international d'urbanisme et d'architecture. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs a lancé une phase d'optimisation afin de revoir les spécifications fonctionnelles, spatiales et techniques, en vue de réduire les coûts au minimum et de garantir une utilisation optimale des ressources.

Le 15 décembre 2005, le Conseil des gouverneurs a approuvé le projet architectural optimisé de COOP HIMMELB(L)AU relatif au nouveau site de la BCE. Ce nouveau projet répondait parfaitement aux spécifications de la BCE, et les estimations des coûts de

construction correspondaient bien à l'enveloppe envisagée de 500 millions d'euros. Ces coûts englobent la construction des nouveaux bâtiments, l'infrastructure technique et l'aménagement paysager, ainsi que certains équipements nécessaires et installations conformes aux besoins des utilisateurs, qui permettront à la BCE de fonctionner dans des conditions répondant aux exigences d'une banque centrale moderne. L'enveloppe globale de l'investissement recouvre non seulement les coûts de construction, mais également tous les autres éléments de coût nécessaires pour mener le projet à bien. Ces derniers comprennent en particulier le coût d'achat du site de la *Grossmarkthalle*, la préparation et le développement ultérieurs du site, tous les frais d'urbanisme et autres dépenses, relatives notamment aux permis de construire, à l'ameublement et aux installations informatiques. Selon les estimations, ces coûts s'élèvent à un montant total de 350 millions d'euros, dont 80 millions environ ont déjà été investis dans l'achat, la préparation et le développement du site ainsi que dans

l'organisation du concours d'architecture. Le coût total de l'investissement, qui comprend les coûts de construction et l'ensemble des autres coûts, est ainsi estimé à 850 millions d'euros. Ces estimations suivent la méthodologie utilisée pour ce type de projet et sont établies à prix constants de 2005.

La phase d'optimisation a entraîné plusieurs modifications du projet. En premier lieu, un nouveau corps de bâtiment a été créé, dont l'axe croisera celui de la *Grossmarkthalle*, reliant le hall aux tours et ménageant un accès distinct au nouveau site par le nord. En second lieu, l'utilisation de la *Grossmarkthalle* a été renforcée et l'aspect de la façade sud de cet ancien bâtiment a été amélioré. Dans le cadre de ce projet optimisé, les caractéristiques architecturales des tours et leur fonction, essentiellement la fourniture d'espaces de bureaux, sont restées inchangées.

Le 15 décembre 2005, le Conseil des gouverneurs a également décidé le démarrage de la phase de planification, qui commencera en mars 2006. Selon les prévisions, la construction débutera vers la fin 2007 et les travaux devraient s'achever fin 2011.

Le 16 février 2006, le Conseil des gouverneurs a approuvé les grands principes du dispositif relatif à la gestion, à l'organisation, au contrôle et à l'audit de la phase de planification du projet de nouveau site de la BCE, y compris les passations de marchés et la gestion du risque opérationnel.

Un mémorial et un espace d'information visant à commémorer le rôle de la *Grossmarkthalle* dans la déportation des citoyens juifs seront également construits. Un groupe de travail réunissant les représentants de la Ville de Francfort, de la Communauté juive de Francfort et de la BCE a été mis en place afin de préparer un concours international pour la réalisation du mémorial et de l'espace d'information. Ce concours devrait être lancé au premier semestre 2006.

3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC

Le dialogue social au sein du SEBC est une instance de concertation impliquant la BCE et les représentants du personnel de toutes les banques centrales du SEBC ainsi que les fédérations syndicales européennes. Elle a pour objet de fournir des informations et de débattre des questions susceptibles d'avoir une incidence notable sur la situation de l'emploi dans les banques centrales du SEBC.

Trois réunions ont eu lieu en 2005 au titre du dialogue social au sein du SEBC. Outre les questions relatives à la production et à la circulation des billets de banque, aux systèmes de paiement (*Target 2*) et à la surveillance financière, thèmes régulièrement abordés au titre du dialogue social, les débats ont porté sur la déclaration de mission, les orientations stratégiques et les principes d'organisation de l'Eurosystème ainsi que sur leurs conséquences pour le travail quotidien des personnels de l'Eurosystème.

Le Conseil des gouverneurs a pris bonne note du souhait des représentants du personnel de participer aux discussions relatives aux conséquences nouvelles de la déclaration de mission de l'Eurosystème pour les employés et les a consultés avant de décider de la mise en œuvre des premières mesures liées à cette déclaration. Dans un premier temps, une consultation décentralisée devant être conduite au niveau local auprès des représentants du personnel a été proposée aux BCN de la zone euro en mai 2005. Dans le prolongement de cette initiative, une consultation des représentants du personnel a été effectuée dans le cadre de la réunion de juillet 2005 au titre du dialogue social. Lors de cette réunion, les fédérations syndicales européennes ont fait une déclaration commune présentant leur propre vision de la déclaration de mission, des orientations stratégiques et des principes d'organisation de l'Eurosystème.

La BCE a continué de publier, entre les réunions, une lettre d'information destinée à tenir les représentants du personnel informés des dernières évolutions relatives aux sujets

précités. De nouvelles pistes d'amélioration du dialogue social au sein du SEBC et de renforcement de la participation des représentants du personnel et des organisations syndicales des BCN des dix nouveaux États membres ont également été convenues lors des réunions qui se sont tenues en 2005.

4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE

RAPPORT DE GESTION POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2005

I ACTIVITÉS PRINCIPALES

Les activités de la BCE en 2005 sont décrites en détail dans les chapitres correspondants du *Rapport annuel*.

2 COMPTES FINANCIERS

En vertu de l'article 26.2 des statuts du SEBC, les comptes annuels de la BCE sont établis par le Directoire, conformément aux principes établis par le Conseil des gouverneurs. Ces comptes sont ensuite approuvés par le Conseil des gouverneurs, avant d'être publiés.

3 PROVISION POUR RISQUES DE CHANGE, DE TAUX D'INTÉRÊT ET DE VARIATION DU COURS DE L'OR

La plupart des éléments d'actif et de passif de la BCE étant réévalués périodiquement aux cours de change et aux prix des titres en vigueur à cette date, la rentabilité de la BCE est fortement affectée par son exposition au risque de change et, dans une moindre mesure, par son exposition au risque de taux d'intérêt. Ces risques découlent principalement de son important portefeuille d'avoirs de réserve officiels en dollars, en yens et en or, investis essentiellement en instruments portant intérêts.

Compte tenu de l'exposition importante de la BCE à ces risques et du niveau actuellement atteint par ses comptes de réévaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de constituer une provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or. Au 31 décembre 2005, un montant de 992 millions d'euros a été enregistré au titre de cette provision, avec pour effet de ramener à très exactement zéro le bénéfice net de l'exercice.

Cette provision sera affectée à la couverture des pertes réalisées et latentes, en particulier les moins-values latentes non couvertes par les comptes de réévaluation. Son montant sera réexaminé tous les ans.

4 RÉSULTATS FINANCIERS

Si la provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or n'avait pas été constituée, le bénéfice net de la BCE pour 2005 se serait établi à 992 millions d'euros. En 2004, la BCE avait enregistré une perte nette de 1 636 millions d'euros.

La perte de 2004 était principalement imputable à l'appréciation de l'euro. Elle s'est traduite par des moins-values latentes de la valeur en euros des portefeuilles d'actifs en dollars détenus par la BCE, qui ont été enregistrées en charge dans le compte de résultat. Le coût moyen des éléments d'actif et de passif libellés en dollars dans les livres de la BCE a également été ajusté sur la base du cours de change en fin d'exercice.

En 2005, la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar et de l'or s'est traduite par une hausse sensible des comptes de réévaluation correspondants, mais n'a pas eu d'effet concomitant sur le compte de résultat. Les règles comptables harmonisées pour la BCE et l'Eurosystème, qui sont décrites dans l'annexe aux comptes annuels, sont essentiellement fondées sur le principe de prudence. En particulier, elles ont pour objectif de garantir que les plus-values latentes résultant de la réévaluation des éléments d'actif et de passif ne soient pas enregistrées comme des revenus, et donc comme des bénéfices distribuables. À l'inverse, les moins-values latentes résultant des réévaluations sont enregistrées en charge dans le compte de résultat à la fin de l'exercice.

En 2005, le produit net d'intérêt a augmenté principalement en raison d'une hausse des taux d'intérêt servis sur le dollar, après les niveaux historiquement bas des taux d'intérêt domestiques et étrangers en 2004. Le produit net d'intérêt a été constitué par des gains à hauteur de 868 millions d'euros au titre de la part de la BCE dans les billets en euros en circulation.

Les charges d'exploitation de la BCE, y compris les amortissements, ont diminué de 7 % au total,

revenant de 374 millions d'euros en 2004 à 348 millions en 2005. Les charges de personnel ont diminué principalement en raison d'une modification du traitement comptable appliqué à l'enregistrement du montant des écarts actuariels associés au plan de retraite de la BCE et aux autres avantages postérieurs à l'emploi. Le coût des retraites était très supérieur en 2004, en raison de la comptabilisation dans leur intégralité, l'année où elles sont intervenues, de pertes actuarielles d'un montant net de 23,7 millions d'euros. Depuis 2005, les écarts actuariels dépassant une limite prescrite doivent être amortis sur la durée résiduelle attendue de vie active des agents concernés.

Cette réduction des charges de personnel a toutefois été partiellement contrebalancée par l'incidence d'une hausse des effectifs sur la masse salariale.

Les autres charges d'exploitation ont également diminué, principalement du fait d'une réduction des honoraires et des commissions versées à des consultants.

En 2005, les émoluments du Directoire de la BCE se sont élevés au total à 2,1 millions d'euros (2,1 millions en 2004).

5 ACTIVITÉS DE PLACEMENT ET GESTION DU RISQUE

Le portefeuille de réserves de change de la BCE se compose des avoirs de réserve qui lui ont été transférés par les BCN de l'Eurosystème en vertu des dispositions de l'article 30 des statuts du SEBC, et des revenus y afférents. Il constitue les avoirs dont dispose la BCE pour réaliser des opérations sur le marché des changes conformément aux dispositions du Traité.

Le portefeuille de fonds propres de la BCE reflète le placement de son capital libéré, du fonds de réserve général et des revenus accumulés sur ce portefeuille au fil des années. Son objectif est de doter la BCE d'une réserve

lui permettant de faire face aux pertes éventuelles.

Les activités de placement de la BCE et sa gestion des risques associés sont décrites de façon plus détaillée dans le chapitre 2.

6 GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE

Les informations relatives au gouvernement d'entreprise de la BCE sont exposées dans le chapitre 7.

7 PERSONNEL

L'effectif moyen employé par la BCE est passé de 1 261 en 2004 à 1 331 en 2005. Des informations complémentaires figurent dans l'annexe au compte de résultat et au chapitre 7, section 2, qui décrit également la stratégie des ressources humaines de la BCE.

BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2005

ACTIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2005 EUROS	2004 EUROS
Avoirs et créances en or	1	10 064 527 857	7 928 308 842
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	2		
Créances sur le FMI		170 162 349	163 794 845
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		31 062 557 242	26 938 993 980
		31 232 719 591	27 102 788 825
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	2	2 908 815 389	2 552 016 565
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	3		
Comptes auprès des banques, titres et prêts		13 416 711	87 660 507
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	4	25 000	25 000
Créances intra-Eurosystème	5		
Créances relatives à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		45 216 783 810	40 100 852 165
Autres créances intra-Eurosystème (net)		5 147 038 409	3 410 918 324
		50 363 822 219	43 511 770 489
Autres actifs	6		
Immobilisations corporelles		175 237 902	187 318 304
Autres actifs financiers		6 888 490 580	6 308 075 905
Produits à recevoir et charges constatées d'avance		1 091 945 157	770 894 480
Divers		4 397 807	6 933 022
		8 160 071 446	7 273 221 711
Perte de l'exercice		0	1 636 028 702
Total de l'actif		102 743 398 213	90 091 820 641

PASSIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2005 EUROS	2004 EUROS
Billets en circulation	7	45 216 783 810	40 100 852 165
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	8	1 050 000 000	1 050 000 000
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	9	649 304 896	137 462 706
Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	10	0	4 967 080
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	10		
Dépôts, comptes et autres engagements		855 933 000	1 254 905 957
Engagements intra-Eurosystème	11		
Engagements au titre du transfert de réserves de change		39 782 265 622	39 782 265 622
Autres engagements	12		
Charges à payer et produits constatés d'avance		1 331 685 870	1 136 708 542
Divers		632 012 224	265 799 279
		1 963 698 094	1 402 507 821
Provisions	13	1 027 507 143	52 396 126
Comptes de réévaluation	14	8 108 628 098	1 921 117 190
Capital et réserves	15		
Capital		4 089 277 550	4 089 277 550
Réserves		0	296 068 424
		4 089 277 550	4 385 345 974
Total du passif		102 743 398 213	90 091 820 641

COMPTE DE RÉSULTAT POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2005

	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2005 EUROS	2004 EUROS
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises		889 408 789	422 418 698
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		868 451 848	733 134 472
Autres produits d'intérêt		1 794 267 421	1 456 650 188
<i>Produits d'intérêt</i>		<i>3 552 128 058</i>	<i>2 612 203 358</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés		(710 160 404)	(693 060 433)
Autres charges d'intérêt		(1 572 338 709)	(1 229 369 015)
<i>Charges d'intérêt</i>		<i>(2 282 499 113)</i>	<i>(1 922 429 448)</i>
Produit net d'intérêt	18	1 269 628 945	689 773 910
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	19	149 369 135	136 045 810
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	20	(97 494 081)	(2 093 285 109)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change et de taux d'intérêt		(992 043 443)	0
Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques		(940 168 389)	(1 957 239 299)
Charge nette de commissions	21	(182 373)	(261 517)
Autres produits	22	18 281 961	5 956 577
Total des produits nets		347 560 144	(1 261 770 329)
Charges de personnel	23	(153 048 314)	(161 192 939)
Autres charges d'exploitation	24	(158 457 219)	(176 287 651)
Amortissement des immobilisations corporelles		(31 888 637)	(33 655 824)
Service de production des billets	25	(4 165 974)	(3 121 959)
Bénéfice/(perte) de l'exercice		0	(1 636 028 702)

Francfort-sur-le-Main, 7 mars 2006

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
Jean-Claude Trichet
Président

LES RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES¹

LA FORME ET LA PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

Les états financiers de la Banque centrale européenne (BCE) ont été élaborés de manière à donner une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations. Ils ont été établis conformément aux règles et méthodes comptables² que le Conseil des gouverneurs estime adaptées à la nature de l'activité d'une banque centrale et qui sont exposées ci-après.

LES RÈGLES COMPTABLES

Les règles comptables appliquées sont les suivantes : réalité économique et transparence, prudence, prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture du bilan, importance relative, principe de spécialisation des exercices, principe de continuité de l'exploitation, permanence des méthodes et comparabilité.

LA BASE COMPTABLE

Les comptes ont été établis sur la base des coûts historiques, modifiés pour valoriser au prix de marché les titres négociables, l'or ainsi que l'ensemble des éléments d'actif et de passif libellés en devises inscrits au bilan et hors bilan. Les opérations portant sur des actifs et passifs financiers sont comptabilisées à la date de règlement.

LES ACTIFS ET PASSIFS EN OR ET DEVICES

Les actifs et passifs libellés en devises sont convertis en euros sur la base du cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et charges sont convertis sur la base du cours de change en vigueur lors de la transaction. La réévaluation des éléments d'actif et de passif libellés en devises s'effectue devise par devise, pour les instruments financiers inscrits au bilan comme pour le hors bilan.

La réévaluation au prix du marché des éléments d'actif et de passif libellés en devises est traitée indépendamment de la réévaluation du cours de change.

L'or est valorisé au cours prévalant sur le marché à la fin de l'exercice. Il n'est fait aucune différence entre l'effet prix et l'effet cours de change pour la réévaluation de l'or. L'or est valorisé uniquement sur la base de son prix en euros par once d'or fin, calculé, pour l'exercice s'achevant le 31 décembre 2005, à partir du cours de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 30 décembre 2005.

LES TITRES

Tous les titres et autres actifs négociables sont valorisés au prix moyen du marché à la date de clôture de l'exercice, ligne de titre par ligne de titre. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2005, les prix moyens du marché au 30 décembre 2005 ont été utilisés. Les titres non négociables sont valorisés à leur prix d'acquisition.

LES MODALITÉS D'ENREGISTREMENT DES PRODUITS

Les produits et charges sont pris en compte pendant la période au cours de laquelle ils sont respectivement acquis ou dus. Les plus-values et moins-values réalisées sur la vente de devises, d'or et de titres sont portées au compte de résultat. Ces plus-values et moins-values réalisées sont calculées par rapport au coût moyen de l'actif concerné.

Les plus-values latentes ne sont pas enregistrées en produits, mais directement dans un compte de réévaluation.

Les moins-values latentes sont portées au compte de résultat pour la partie qui excède les gains de réévaluation précédemment enregistrés dans le compte de réévaluation correspondant. Les moins-values latentes sur un titre, sur une devise donnée ou sur l'or ne sont pas compensées par des plus-values latentes portant respectivement sur d'autres titres, devises

1 Les règles et méthodes comptables de la BCE sont exposées de manière détaillée dans une décision du Conseil des gouverneurs de la BCE du 5 décembre 2002 (BCE/2002/11), JO L 58, 03.03.2003.

2 Ces règles et méthodes sont conformes aux dispositions de l'article 26.4 des statuts du SEBC, qui imposent la normalisation des règles relatives aux procédures comptables et d'information financière régissant les opérations de l'Eurosystème.

ou sur l'or. Dans le cas d'une moins-value latente sur un poste du bilan à la fin de l'exercice, le coût moyen de ce poste est ramené au taux de change et/ou la valeur de marché en fin d'année.

Les primes ou décotes nées de l'acquisition de titres sont assimilées à des intérêts et étalées sur la durée de vie résiduelle de la ligne de titres concernée.

LES OPÉRATIONS DE CESSIION TEMPORAIRE

Il s'agit d'opérations par lesquelles la BCE achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

Dans le cadre d'une mise en pension, des titres sont vendus contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les racheter à la contrepartie à un prix convenu et à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées au passif du bilan comme des dépôts garantis par des titres et donnent également lieu à une charge d'intérêt dans le compte de résultat. Les titres vendus dans le cadre d'un accord de ce type restent inscrits au bilan de la BCE.

Dans le cadre d'une prise en pension, des titres sont acquis contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les revendre à la contrepartie à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées à l'actif du bilan comme des prêts garantis mais ne sont pas incluses dans le portefeuille de titres de la BCE. Elles donnent lieu à un produit d'intérêt dans le compte de résultats.

Les opérations de cession temporaire (y compris les opérations de prêts de titres) effectuées dans le cadre d'un programme automatisé de prêt de titres ne sont comptabilisées dans le bilan que dans le cas où la garantie est fournie à la BCE sous la forme d'espèces pendant toute la durée de l'opération. En 2005, la BCE n'a pas reçu de garanties sous cette forme sur toute la durée de telles opérations.

LES INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Les instruments en devises, à savoir les opérations de change à terme, les composantes à terme des *swaps* de change et autres instruments en devises entraînant l'échange d'une devise contre une autre à une date future sont inclus dans les positions nettes en devises pour le calcul des gains et des pertes de change. La réévaluation des instruments de taux d'intérêt s'effectue ligne à ligne. Les encours de contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt sont comptabilisés dans des comptes hors bilan. Les appels de marge quotidiens sont enregistrés dans le compte de résultat.

LES ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

Les actifs et les passifs font l'objet d'un ajustement pour tenir compte d'événements survenus entre la date de la clôture de l'exercice et la date d'approbation des états financiers par le Conseil des gouverneurs, dès lors que ces événements affectent de manière significative les éléments d'actif et de passif du bilan.

LES SOLDES INTRA-SEBC/LES SOLDES INTRA-EUROSYSTÈME

Les transactions intra-SEBC sont des opérations transfrontières réalisées entre deux banques centrales de l'UE. Elles sont principalement traitées *via* le système *Target* – Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel (cf. chapitre 2) – et font apparaître des soldes bilatéraux sur les comptes réciproques des banques centrales de l'UE connectées à *Target*. Ces soldes bilatéraux sont quotidiennement affectés à la BCE, chaque BCN n'ayant ainsi qu'une position bilatérale nette unique vis-à-vis de la seule BCE. Cette position, inscrite sur les livres de la BCE, représente la créance nette ou l'engagement net de chaque BCN envers le reste du SEBC.

Les soldes intra-SEBC des BCN de la zone euro (à l'exception du capital de la BCE et des positions résultant du transfert d'avoirs de réserve à la BCE) sont présentés comme des créances ou des engagements au sein de l'Eurosystème et figurent dans le bilan de la

BCE sous la forme d'une position nette unique à l'actif ou au passif.

Les soldes intra-Eurosystème résultant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème figurent sous la forme d'un actif net unique dans le poste « Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les soldes intra-SEBC des BCN n'appartenant pas à la zone euro (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank et Bank of England) auprès de la BCE figurent dans le poste « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ».

LE TRAITEMENT DES IMMOBILISATIONS

Les immobilisations, à l'exception des terrains, sont valorisées à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. Les terrains sont enregistrés à leur coût d'acquisition. La méthode de calcul appliquée est celle de l'amortissement linéaire, celui-ci partant du trimestre qui suit l'acquisition et s'étalant sur la durée de vie estimée de l'actif, à savoir :

Ordinateurs, matériels et logiciels informatiques connexes, véhicules	4 ans
Matériel, mobilier et équipement	10 ans
Immeubles et dépenses immobilisées	25 ans
Immobilisations dont le coût est inférieur à 10 000 euros	Passées en totalité en charge l'année de leur acquisition

La période d'amortissement des immeubles et dépenses immobilisées liés aux locaux actuels de la BCE a été réduite afin de garantir que ces actifs soient passés en totalité en charge avant que la BCE ne s'installe dans ses nouveaux locaux.

LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

La BCE met en œuvre un régime à prestations définies pour ses employés. Celui-ci est financé par des actifs détenus dans un fonds à long

terme d'avantages du personnel. La BCE a modifié ses règles et méthodes comptables avec effet au 1^{er} janvier 2005. L'incidence de cette modification sur les états financiers est présentée ci-après.

Le bilan

L'élément figurant désormais au passif du bilan au titre du régime à prestations définies est la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies à la date de clôture du bilan, diminuée de la juste valeur des actifs du fonds de pension servant à financer ces engagements, corrigée des écarts actuariels non comptabilisés.

L'obligation au titre des prestations définies est calculée tous les ans par des actuaires indépendants à l'aide de la méthode des unités de crédit projetées. La valeur actuelle de cette obligation est déterminée par actualisation des flux de trésorerie futurs estimés, à l'aide des taux de rendement des obligations d'entreprises de première catégorie, libellées en euros et assorties d'une échéance proche de celle des engagements de retraite correspondants.

Des écarts actuariels peuvent apparaître en raison d'un ajustement en fonction de l'expérience (lorsque les chiffres effectifs diffèrent des hypothèses actuarielles précédemment formulées) ainsi que d'une modification des hypothèses actuarielles.

Jusqu'en 2005, la BCE publiait séparément l'obligation au titre des prestations définies et la juste valeur des actifs du fonds de pension (données brutes). En outre, l'ensemble des écarts actuariels étaient comptabilisés au compte de résultat au cours de l'exercice auquel ils se rapportaient. Par conséquent, les chiffres de 2004 utilisés à des fins de comparaison ont été reclassés afin d'être conformes aux règles et méthodes comptables révisées. Dans la mesure où l'ensemble des écarts actuariels étaient précédemment enregistrés pour totalité au cours de l'exercice auquel ils se rapportaient, aucun ajustement préalable du compte de résultat n'a été nécessaire à cet égard.

Le compte de résultat

Le montant net désormais imputé au compte de résultat recouvre :

- (a) le coût des services rendus au cours de l'exercice au titre des prestations ;
- (b) le coût financier de l'obligation au titre des prestations définies ;
- (c) le rendement attendu des actifs du fonds ; et
- (d) les écarts actuariels inscrits au compte de résultat, en appliquant un « corridor » de 10 %.

L'approche du « corridor » de 10 %

Les écarts actuariels cumulés non comptabilisés qui excèdent la plus grande de ces deux valeurs, soit (a) 10 % de la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies ou (b) 10 % de la juste valeur des actifs du fonds, doivent être amortis sur la durée de vie active moyenne résiduelle attendue des membres du personnel bénéficiant de ce régime.

Les pensions de retraite des membres du Directoire et autres avantages postérieurs à l'emploi

Les dispositions relatives aux retraites des membres du Directoire et au risque d'invalidité du personnel ne sont pas financées par un mécanisme spécifique. Le coût attendu de ces avantages est comptabilisé sur la durée du mandat/de service des membres du Directoire/du personnel, à l'aide d'une approche comptable analogue à celle des régimes de retraite à prestations définies. Les écarts actuariels sont enregistrés de la même manière que précédemment.

Ces obligations sont réévaluées tous les ans par des actuaires indépendants afin de déterminer le passif approprié dans les états financiers.

LES BILLETS EN CIRCULATION

La BCE et les douze BCN de la zone euro, qui constituent ensemble l'Eurosystème, émettent des billets de banque en euros³. La valeur totale

des billets en euros en circulation est répartie entre les banques centrales de l'Eurosystème le dernier jour ouvré de chaque mois, conformément à la clé de répartition des billets⁴.

La part attribuée à la BCE représente 8 % de la valeur totale des billets en euros en circulation et figure au passif du bilan dans le poste « Billets en circulation ». La part allouée à la BCE est adossée à des créances sur les BCN. Ces créances, qui sont rémunérées⁵, figurent dans la sous-rubrique « Créances intra-Eurosystème : créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème » (cf. « Les soldes intra-SEBC/Les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Les produits d'intérêt de ces créances sont inclus dans le poste « Produit net d'intérêt ». Le Conseil des gouverneurs a décidé en 2002 que ces revenus seraient distribués de manière distincte aux BCN, sous la forme d'un acompte sur dividendes à la fin de chaque trimestre⁶. Ils sont distribués en totalité, sauf si le bénéfice net de la BCE pour l'exercice est inférieur au revenu issu des billets en euros en circulation, en tenant compte également de toute décision du Conseil des gouverneurs d'en transférer une partie vers la provision pour risque de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, et sous réserve enfin de toute décision du Conseil des gouverneurs d'imputer les charges supportées par la BCE à l'occasion de l'émission et du traitement des billets en euros.

3 Décision de la BCE du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros (BCE/2001/15), JO L 337, 20.12.2001, modifiée

4 La « clé de répartition des billets en euros » désigne les pourcentages résultant de la prise en compte de la part de la BCE dans le total des billets en euros émis et de l'application à la part des BCN dans ce total d'une clé de répartition identique à celle du capital souscrit.

5 Décision de la BCE du 6 décembre 2001 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants à compter de l'exercice 2002 (BCE/2001/16), JO L 337, 20.12.2001, modifiée

6 Décision de la BCE du 21 novembre 2002 concernant la distribution aux banques centrales nationales des États membres participants du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation (BCE/2002/9), JO L 323, 28.11.2002. Cette décision a été abrogée et remplacée par la décision BCE/2005/11, JO L 311, 26.11.2005, qui est entrée en vigueur le 18 novembre 2005. Depuis 2006, cette distribution a lieu en fin d'année uniquement.

QUESTIONS DIVERSES

Compte tenu du fait que la BCE est une banque centrale, le Directoire estime que la publication d'un tableau de flux de trésorerie ne fournirait pas d'éléments d'information supplémentaires pertinents aux lecteurs des états financiers.

Conformément à l'article 27 des statuts du SEBC et sur recommandation du Conseil des gouverneurs, le Conseil de l'UE a approuvé la nomination du cabinet KPMG *Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft* en tant qu'auditeur externe de la BCE pour une période de cinq ans s'achevant à la fin de l'exercice 2007.

ANNEXE AU BILAN

I AVOIRS ET CRÉANCES EN OR

Au 31 décembre 2005, la BCE détenait 23,1 millions d'onces d'or fin (24,7 millions d'onces en 2004). Cette diminution a résulté de ventes d'or effectuées conformément à l'Accord du 27 septembre 2004 sur les avoirs en or des banques centrales, dont la BCE est signataire. La valeur globale de ces avoirs a augmenté par rapport à fin 2004 en raison d'une hausse significative du cours de l'or en 2005 (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

2 CRÉANCES EN DEVISES SUR DES RÉSIDENTS ET DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Créances sur le FMI

Cette rubrique représente les avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) de la BCE au 31 décembre 2005. Elle résulte de la mise en œuvre d'un dispositif d'achat et de vente de DTS conclu avec le Fonds monétaire international (FMI), en vertu duquel le FMI est autorisé à organiser des ventes et achats de DTS contre euros pour le compte de la BCE, tout en maintenant les avoirs de celle-ci à l'intérieur d'une fourchette donnée. Le DTS est défini comme un panier de devises. Sa valeur est déterminée comme la somme pondérée des taux de change des quatre principales devises (euro, yen, livre sterling et dollar des États-Unis). À des fins comptables, les DTS sont traités comme des devises (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises

Créances en devises sur des résidents de la zone euro

Ces créances sont constituées de comptes ouverts auprès des banques, de prêts libellés en devises étrangères et de placements sous forme de titres, libellés en dollars des États-Unis et en yens, et peuvent être ventilées comme suit :

<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	2005 euros	2004 euros	Variation euros
Comptes courants	5 149 756 962	2 682 171 017	2 467 585 945
Dépôts sur le marché monétaire	1 182 580 317	848 227 002	334 353 315
Accords de prise en pension	1 306 216 228	2 408 046 989	(1 101 830 761)
Titres	23 424 003 735	21 000 548 972	2 423 454 763
Total	31 062 557 242	26 938 993 980	4 123 563 262

<i>Créances sur des résidents de la zone euro</i>	2005 euros	2004 euros	Variation euros
Comptes courants	25 019	26 506	(1 487)
Dépôts sur le marché monétaire	2 908 790 370	2 547 022 979	361 767 391
Accords de prise en pension	0	4 967 080	(4 967 080)
Total	2 908 815 389	2 552 016 565	356 798 824

L'augmentation de ces postes en 2005 est essentiellement due à la revalorisation en fin d'année des actifs de la BCE libellés en dollars des États-Unis (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

3 CRÉANCES EN EUROS SUR DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2005, ces créances sont constituées de dépôts bancaires auprès de non-résidents de la zone euro.

4 AUTRES CRÉANCES EN EUROS SUR DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2005, ces créances sont constituées d'un dépôt bancaire auprès d'un résident de la zone euro.

5 CRÉANCES INTRA-EUROSYSTÈME

Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème

Cette rubrique recouvre les créances de la BCE vis-à-vis des BCN de la zone euro relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Autres créances intra-Eurosystème (net)

Cette rubrique recouvre les soldes constitués, à l'occasion de l'utilisation du système *Target*, par les banques centrales de la zone euro vis-à-vis de la BCE ainsi que les montants dus en liaison avec les acomptes sur dividendes versés par la BCE au titre du revenu monétaire. Au 31 décembre 2005, les BCN de la zone euro étaient redevables d'un montant de 634 millions d'euros (536 millions en 2004) en liaison avec les acomptes sur dividendes versés par la BCE au titre du revenu monétaire. Cette somme représente les acomptes sur dividendes versés aux BCN de la zone euro au titre de ce revenu pour les trois premiers trimestres de l'année, qui ont été rappelés par la suite (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et la note 18 « Produit net d'intérêt »).

	2005 euros	2004 euros
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de <i>Target</i>	75 906 443 905	64 024 554 579
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de <i>Target</i>	(71 393 877 603)	(61 149 859 140)
Solde <i>Target</i> net	4 512 566 302	2 874 695 439
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables/ (dus aux BCN de la zone euro) au titre de l'acompte sur dividende de la BCE relatif aux billets	634 472 107	536 222 885
Autres créances intra-Eurosystème (net)	5 147 038 409	3 410 918 324

6 AUTRES ACTIFS

Immobilisations corporelles

Au 31 décembre 2005, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	Valeur nette comptable au 31 déc. 2005 euros	Valeur nette comptable au 31 déc. 2004 euros	Variation euros
Terrains et immeubles	128 986 932	135 997 016	(7 010 084)
Matériels informatiques et logiciels	30 751 165	43 089 388	(12 338 223)
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	2 929 688	3 809 292	(879 604)
Immobilisations en cours	11 576 491	3 215 050	8 361 441
Autres immobilisations corporelles	993 626	1 207 558	(213 932)
Total	175 237 902	187 318 304	(12 080 402)

La diminution de ce poste est essentiellement due à l'absence d'ajouts importants dans les rubriques « Terrains et immeubles » ou « Matériels informatiques et logiciels » en 2005, contrairement à 2004.

L'augmentation enregistrée dans la rubrique « Immobilisations en cours » concerne principalement les nouveaux locaux de la BCE. Les transferts de cette rubrique vers les comptes d'immobilisations corporelles correspondants sont effectués une fois que les actifs sont utilisés.

Autres actifs financiers

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes :

	2005 euros	2004 euros	Variation euros
Titres libellés en euros	5 710 256 343	5 399 222 333	311 034 010
Accords de prise en pension en euros	1 136 043 600	869 977 933	266 065 667
Autres actifs financiers	42 190 637	38 875 639	3 314 998
Total	6 888 490 580	6 308 075 905	580 414 675

- (a) Les titres en euros et les accords de prise en pension en euros constituent les investissements des fonds propres de la BCE (cf. également la note 12 « Autres engagements »).
- (b) À fin 2004, le portefeuille-titres du plan de retraite de la BCE, évalué à 120,2 millions d'euros, était classé dans cette rubrique. Il est à présent classé comme engagement au titre du régime de retraite dans la rubrique « Autres engagements » (cf. « Le plan de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).
- (c) En 2005, la BCE a acquis 211 actions supplémentaires de la Banque des règlements internationaux (BRI). Cette opération a porté à 3 211 le nombre total d'actions de cet organisme détenues par la BCE, qui sont comptabilisées au coût d'acquisition de 41,8 millions d'euros.

Produits à recevoir et charges constatées d'avance

En 2005, cette rubrique comprenait les intérêts courus sur les créances de la BCE au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème pour le dernier trimestre de l'année (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les intérêts courus sur des titres et autres actifs financiers figurent également dans cette rubrique.

Divers

Cette rubrique comprend 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.

7 LES BILLETS EN CIRCULATION

Cette rubrique recouvre la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

8 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS D'AUTRES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Cette rubrique comprend les dépôts effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) en vue de constituer des garanties auprès de la BCE pour les règlements effectués par les membres de l'ABE par l'intermédiaire du système *Target*.

9 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Ces engagements représentent principalement les soldes des comptes ouverts auprès de la BCE par les banques centrales nationales de pays ne participant pas à la zone euro provenant d'opérations effectuées par l'intermédiaire du système *Target* (cf. « Les soldes intra-SEBC/les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

10 ENGAGEMENTS EN DEVISES ENVERS DES RÉSIDENTS ET DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Les engagements résultant d'accords de pension conclus avec des résidents et des non-résidents de la zone euro en liaison avec la gestion des réserves en devises de la BCE sont les suivants :

<i>Engagements envers des résidents de la zone euro</i>	2005 euros	2004 euros	Variation euros
Accords de mise en pension	0	4 967 080	(4 967 080)

<i>Engagements envers des non-résidents de la zone euro</i>	2005 euros	2004 euros	Variation euros
Accords de mise en pension	855 933 000	1 254 905 957	(398 972 957)

11 ENGAGEMENTS INTRA-EUROSYSTÈME

Cette rubrique représente les engagements vis-à-vis des BCN de la zone euro provenant du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE lorsqu'elles rejoignent l'Eurosystème. En 2004, deux modifications ont été apportées à ces soldes afin de refléter (a) la révision, prévue tous les cinq ans, des parts des BCN dans la clé de répartition pour la souscription du capital de la BCE intervenue le 1^{er} janvier 2004 et (b) l'adhésion de dix nouveaux États membres à l'UE le 1^{er} mai 2004, qui a également modifié cette clé de répartition. Ces deux ajustements ont eu pour effet de ramener ces soldes de 40,5 milliards d'euros à 39,8 milliards. Aucun autre ajustement n'est intervenu en 2005.

Ces engagements sont rémunérés au dernier taux marginal disponible servi lors des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, après ajustement pour tenir compte de la non-rémunération de la composante en or (cf. la note 18 « Produit net d'intérêt »).

	Clé de répartition du capital %	euros
Banque nationale de Belgique	2,5502	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11 761 707 508
Banque de Grèce	1,8974	1 055 840 343
Banco de España	7,7758	4 326 975 513
Banque de France	14,8712	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513 006 858
Banca d'Italia	13,0516	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87 254 014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1 157 451 203
Banco de Portugal	1,7653	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717 118 926
Total	71,4908	39 782 265 622

12 AUTRES ENGAGEMENTS

Cette rubrique comprend essentiellement les intérêts dus aux BCN au titre de leurs créances relatives aux réserves de change transférées (cf. la note 11 « Engagements intra-Eurosystème »). Ce solde comprend également (a) les autres charges constatées d'avance et les engagements au titre d'opérations de pension en cours, pour un montant de 556 millions d'euros, menées en liaison avec la gestion des fonds propres de la BCE (cf. la note 6 « Autres actifs ») et (b) les engagements nets au titre des obligations de la BCE en matière de retraite.

Plan de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi

Les montants comptabilisés au bilan s'agissant des obligations de la BCE au titre des retraites (cf. « Plan de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables) sont les suivants :

	2005 millions d'euros	2004 millions d'euros
Valeur actuelle des obligations	223,5	178,5
Juste valeur des actifs du fonds	(161,2)	(120,2)
Écarts actuariels non comptabilisés	6,5	0
Passif comptabilisé au bilan	68,8	58,3

Les obligations au titre du régime de retraite des membres du Directoire et des provisions pour invalidité du personnel sont incluses dans la valeur actuelle des obligations au titre des retraites pour un montant de 30,4 millions d'euros (23 millions en 2004).

Les montants enregistrés en 2005 dans le compte de résultat et les montants qui l'auraient été en 2004 dans les rubriques « Coût des services rendus au cours de l'exercice », « Coût financier » et « Rendement attendu des actifs du fonds » sont les suivants :

	2005 millions d'euros	2004 millions d'euros
Coût des services rendus	24,6	17,6
Coût financier	6,2	4,8
Rendement attendu des actifs du fonds	(5,2)	(4,2)
Écarts actuariels enregistrés dans l'année	0	23,7
Total inclus dans le poste « Charges de personnel »	25,6	41,9

La valeur actualisée de l'obligation au titre des prestations définies est modifiée comme suit :

	2005 millions d'euros	2004 millions d'euros
Obligation au titre des prestations définies en début d'exercice	178,5	123,4
Coût des services	24,6	17,6
Coût financier	6,2	4,8
Cotisations versées par les participants au fonds	9,3	8,4
Autres variations nettes des engagements représentatifs des cotisations des participants au fonds	6,1	1,8
Prestations servies	(2,2)	(1,0)
Écarts actuariels	1,0	23,5
Obligation au titre des prestations définies à la clôture de l'exercice	223,5	178,5

La juste valeur des actifs du régime est modifiée comme suit :

	2005 millions d'euros	2004 millions d'euros
Juste valeur des actifs du fonds en début d'exercice	120,2	91,8
Rendement attendu	5,2	4,2
Écarts actuariels	7,5	(0,2)
Cotisations versées par l'employeur	14,7	14,6
Cotisations versées par les participants au fonds	9,3	8,4
Prestations servies	(1,8)	(0,4)
Autres variations nettes des actifs représentatifs des cotisations des participants au fonds	6,1	1,8
Juste valeur des actifs du fonds à la clôture de l'exercice	161,2	120,2

Pour effectuer les valorisations dont il est fait état dans cette note, les actuaires ont utilisé des hypothèses approuvées par le Directoire aux fins de comptabilisation et d'information financière.

Les principales hypothèses retenues pour le calcul des engagements de retraite du personnel sont présentées ci-après. Le taux de rendement attendu des actifs du fonds est utilisé par les actuaires pour calculer la charge annuelle enregistrée dans le compte de résultat.

	2005 %	2004 %
Taux d'actualisation	4,10	4,50
Taux de rendement attendu des actifs du fonds	6,00	6,00
Hausses futures des salaires	2,00	3,75
Augmentations futures des retraites	2,00	2,25

13 PROVISIONS

Compte tenu des expositions importantes de la BCE aux risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, ainsi que du niveau actuellement atteint par ses comptes de réévaluation, le Conseil des gouverneurs a jugé opportun de mettre en place une provision spéciale contre ces risques. Au 31 décembre 2005, cette provision s'élevait à 992 millions d'euros, le bénéfice net étant par conséquent ramené à très exactement zéro.

La provision sera utilisée pour financer des pertes futures réalisées et latentes, en particulier les moins-values latentes non couvertes par les comptes de réévaluation. Le montant de cette provision et son adéquation sont revus chaque année, en fonction de l'évaluation par la BCE de son exposition future aux risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or. Cette évaluation se fonde sur des méthodes d'estimation des risques financiers communément admises.

Une provision adéquate au titre de l'obligation contractuelle de la BCE de restituer dans leur état initial ses locaux actuels lorsqu'elle les quittera pour s'installer dans son site définitif et d'autres provisions figurent également dans cette rubrique.

14 COMPTES DE RÉÉVALUATION

Ces comptes représentent les réserves de réévaluation provenant des plus-values latentes sur les actifs et passifs.

	2005 euros	2004 euros	Variation euros
Or	4 362 459 301	1 853 957 106	2 508 502 195
Devises étrangères	3 737 934 137	0	3 737 934 137
Titres	8 234 660	67 160 084	(58 925 424)
Total	8 108 628 098	1 921 117 190	6 187 510 908

Les cours de change utilisés pour la réévaluation de fin d'exercice sont les suivants :

Taux de change	2005	2004
Dollars des États-Unis pour 1 euro	1,1797	1,3621
Yens pour 1 euro	138,90	139,65
Euros pour 1 DTS	1,2099	1,1396
Euros par once d'or fin	434,856	321,562

15 CAPITAL ET RÉSERVES

Capital

Le capital souscrit de la BCE s'élève à 5,565 milliards d'euros et le montant libéré à 4,089 milliards. Les BCN de la zone euro ont entièrement libéré leur part dans le capital, qui s'élève à 3,978 milliards d'euros (aucun changement n'est intervenu en 2005), de la façon suivante⁷:

	Clé de répartition du capital %	euros
Banque nationale de Belgique	2,5502	141 910 195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1 176 170 751
Banque de Grèce	1,8974	105 584 034
Banco de España	7,7758	432 697 551
Banque de France	14,8712	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51 300 686
Banca d'Italia	13,0516	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8 725 401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115 745 120
Banco de Portugal	1,7653	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71 711 893
Total	71,4908	3 978 226 562

⁷ Les montants sont arrondis à l'euro le plus proche. Les totaux figurant dans les tableaux de cette section peuvent ne pas être égaux en raison des écarts d'arrondis.

Les treize BCN hors zone euro sont tenues, à titre de participation aux frais de fonctionnement de la BCE, de libérer un pourcentage minimum du montant de leur capital souscrit. En 2004, ce pourcentage a été porté de 5 % à 7 %. Y compris les montants reçus des dix nouvelles BCN ne faisant pas partie de la zone euro, cette contribution s'est élevée au total à 111 050 988 euros à fin 2004. Aucun changement n'est intervenu en 2005. Contrairement aux BCN de la zone euro, les BCN hors zone euro n'ont aucun droit sur les bénéfices distribuables de la BCE, dont ceux provenant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème, et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

Les BCN hors zone euro ont versé les montants suivants :

	Clé de répartition du capital %	euros
Česká národní banka	1,4584	5 680 860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6 101 159
Eesti Pank	0,1784	694 916
Banque centrale de Chypre	0,1300	506 385
Latvijas Banka	0,2978	1 160 011
Lietuvos bankas	0,4425	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5 408 191
Banque centrale de Malte	0,0647	252 024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20 013 889
Banka Slovenije	0,3345	1 302 967
Národná banka Slovenska	0,7147	2 783 948
Sveriges Riksbank	2,4133	9 400 451
Bank of England	14,3822	56 022 530
Total	28,5092	111 050 988

INSTRUMENTS DE HORS BILAN

16 PROGRAMME AUTOMATIQUE DE GESTION DE PRÊTS DE TITRES

Dans le cadre de la gestion de ses fonds propres, la BCE a conclu un accord relatif à un programme automatique de gestion de prêts de titres, dans le cadre duquel un intermédiaire spécialement désigné à cet effet conclut des opérations de prêt de titres pour le compte de la BCE avec un certain nombre de contreparties reconnues par la BCE comme contreparties éligibles. Dans le cadre de cet accord, il subsistait au 31 décembre 2005 des opérations de cession temporaire pour un montant de 0,9 milliard d'euros (1 milliard en 2004) (cf. « Les opérations de pension » dans les notes relatives aux règles et aux méthodes comptables).

17 CONTRATS À TERME À CARACTÈRE FERME DE TAUX D'INTÉRÊT

En 2005, des contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises ont été utilisés dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE. Au 31 décembre 2005, l'encours des transactions s'élevait à :

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises	Montant du contrat Contre-valeur en euros
Achats	5 021 586 677
Ventes	100 873 103

ANNEXE AU COMPTE DE RÉSULTAT

18 PRODUIT NET D'INTÉRÊT

Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises

Ce poste comprend les produits d'intérêt, déduction faite des charges d'intérêt, au titre des créances et engagements libellés en devises, comme suit :

	2005 euros	2004 euros	Variation euros
Intérêts sur comptes courants	7 519 063	3 744 188	3 774 875
Revenus des dépôts du marché monétaire	124 214 410	49 854 512	74 359 898
Prises en pension	153 568 329	63 759 141	89 809 188
Revenus nets sur titres	641 956 243	317 073 827	324 882 416
Total des produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises	927 258 045	434 431 668	492 826 377
Charges d'intérêt sur comptes courants	(221 697)	(32 020)	(189 677)
Mises en pension	(37 562 595)	(11 947 990)	(25 614 605)
Autres charges d'intérêt (net)	(64 964)	(32 960)	(32 004)
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises (nets)	889 408 789	422 418 698	466 990 091

Les produits d'intérêt ont nettement augmenté en 2005 en raison de la hausse des taux d'intérêt appliqués aux actifs libellés en dollars des États-Unis.

Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème

Ce poste comprend les produits d'intérêt de la BCE liés à sa part de 8 % dans l'émission totale des billets en euros. Les intérêts sur les créances de la BCE au titre de sa part des billets sont

déterminés en fonction du dernier taux marginal disponible servi lors des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Ces produits sont répartis entre les BCN comme indiqué dans la rubrique « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables.

Sur la base des estimations des résultats financiers de la BCE pour l'exercice se clôturant le 31 décembre 2005, le Conseil des gouverneurs a décidé, en décembre 2005 :

(a) de rappeler les trois acomptes trimestriels sur dividendes déjà versés aux BCN au cours de l'année, d'un montant total de 634 millions d'euros ;

(b) de ne pas procéder au dernier versement trimestriel de 234 millions.

Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés

Sous cette rubrique figure la rémunération versée aux BCN de la zone euro au titre de leurs créances sur la BCE relatives aux avoirs de réserve transférés en vertu de l'article 30.1 des statuts du SEBC.

Autres produits d'intérêt et Autres charges d'intérêt

Ces postes comprennent les produits (1,6 milliard d'euros contre 1,2 milliard en 2004) et les charges (1,5 milliard contre 1,1 milliard en 2004) d'intérêt résultant des transactions *Target*. Les produits et charges d'intérêt relatifs à d'autres créances et engagements libellés en euros figurent également dans cette rubrique.

19 PLUS/MOINS-VALUES RÉALISÉES SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Les plus values nettes réalisées sur les opérations financières en 2005 ont été les suivantes :

	2005 euros	2004 euros	Variation euros
Plus-values nettes réalisées sur titres	14 854 774	94 643 135	(79 788 361)
Plus-values/ (moins-values) nettes de change réalisées	134 514 361	41 402 675	93 111 686
Plus-values réalisées sur opérations financières	149 369 135	136 045 810	13 323 325

20 MOINS-VALUES LATENTES SUR ACTIFS FINANCIERS ET POSITIONS DE CHANGE

	2005 euros	2004 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres	(97 487 772)	(28 485 006)	(69 002 766)
Moins-values latentes de change	(6 309)	(2 064 800 103)	2 064 793 794
Total	(97 494 081)	(2 093 285 109)	1 995 791 028

Cette charge résulte principalement de l'ajustement du coût d'acquisition moyen des avoirs en dollars de la BCE à leur cours en vigueur lors de la clôture de l'exercice.

21 CHARGE NETTE DE COMMISSIONS

	2005 euros	2004 euros	Variation euros
Commissions (produits)	473 432	297 964	175 468
Commissions (charges)	(655 805)	(559 481)	(96 324)
Charge nette de commissions	(182 373)	(261 517)	79 144

Les produits figurant dans cette rubrique proviennent essentiellement des pénalités imposées aux établissements de crédit pour manquement aux obligations en matière de constitution de réserves obligatoires. Les charges concernent principalement des frais à payer sur comptes courants et relatifs à l'exécution de contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises (cf. la note 17 « Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt »).

22 AUTRES PRODUITS

Les divers produits perçus durant l'exercice proviennent essentiellement de la reprise de provisions administratives devenues sans objet. En particulier, à la suite de modifications des contrats de location passés par la BCE, la réévaluation à la baisse de la provision au titre de l'obligation contractuelle de restituer dans leur état initial ses locaux actuels lorsqu'elle les quittera a entraîné une augmentation de cette rubrique.

23 CHARGES DE PERSONNEL

Les traitements et indemnités et les cotisations au régime d'assurance maladie (126,9 millions d'euros, après 120 millions en 2004) figurent sous ce poste. Les émoluments versés aux membres du Directoire de la BCE se sont élevés à 2,1 millions d'euros (2,1 millions en 2004). En 2005, les indemnités temporaires versées aux membres du Directoire qui ont quitté celui-ci et les retraites perçues par les anciens membres ou leurs ayants droits se sont élevées à 0,4 million d'euros (0,5 million en 2004).

Le régime des traitements et indemnités, y compris les émoluments des titulaires de postes de direction, est calqué pour l'essentiel sur celui des Communautés européennes auquel il est donc comparable.

Ce poste inclut également un montant de 25,6 millions d'euros (41,9 millions en 2004)

comptabilisé au titre du plan de retraite de la BCE et des autres avantages postérieurs à l'emploi (cf. la note 12 « Autres engagements »).

La diminution du poste « Charges de personnel » est essentiellement due à une modification du traitement comptable appliqué aux écarts actuariels s'agissant du plan de retraite de la BCE et des autres avantages postérieurs à l'emploi. En 2004, la charge liée aux retraites était nettement supérieure en raison de la comptabilisation dans leur intégralité l'année où elles sont intervenues de pertes actuarielles nettes pour un montant de 23,7 millions d'euros. Avec l'application en 2005 de l'approche du « corridor » à 10 %, aucun écart actuariel n'a été enregistré dans le compte de résultat (cf. la note 12 « Autres engagements »).

À fin 2005, la BCE employait 1 351 personnes, dont 131 à des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2005 :

	2005	2004
Au 1 ^{er} janvier	1 309	1 213
Nouveaux membres du personnel	82	137
Démissions	40	41
Au 31 décembre	1 351	1 309
Effectif moyen	1 331	1 261

24 AUTRES CHARGES D'EXPLOITATION

Ce poste couvre toutes les autres dépenses courantes ayant trait aux loyers, à l'entretien des locaux et de l'équipement, aux biens et matériels consommables, aux honoraires versés et aux autres services et fournitures ainsi qu'aux frais de recrutement, de déplacement, d'installation, de formation et de réinstallation du personnel.

25 SERVICES DE PRODUCTION DES BILLETS

Ces dépenses ont trait aux coûts de transport transfrontières des billets en euros entre BCN pour faire face aux fluctuations imprévues de la demande. Ces coûts sont supportés de façon centralisée par la BCE.

ANNEXE RELATIVE À LA RÉPARTITION DES BÉNÉFICES/COUVERTURE DES PERTES

Cette annexe ne fait pas partie des états financiers de la BCE pour l'année 2005.

REVENU LIÉ À LA PART DE LA BCE DANS LE TOTAL DES BILLETS EN CIRCULATION

En 2004, à la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, un revenu de 733 millions d'euros lié à la part de la BCE dans le total des billets en circulation a été conservé afin d'assurer que la distribution totale du bénéfice de la BCE pour l'année ne dépasse pas le bénéfice net pour l'exercice. De même, en 2005, un montant de 868 millions d'euros a été conservé. Ces deux montants représentent la totalité du revenu issu de la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation au cours des deux années considérées.

RÉPARTITION DES BÉNÉFICES/COUVERTURE DES PERTES

Conformément à l'article 33 des statuts du SEBC, le bénéfice net de la BCE doit être transféré dans l'ordre suivant :

- (a) un montant à déterminer par le Conseil des gouverneurs, qui ne peut dépasser 20 % du bénéfice net, est transféré au fonds de réserve général dans la limite de 100 % du capital ; et
- (b) le bénéfice net restant est distribué aux détenteurs de parts de la BCE proportionnellement aux parts qu'ils ont libérées.

Si la BCE enregistre une perte, celle-ci est couverte par le fonds de réserve général de la BCE et, si nécessaire, après décision du Conseil des gouverneurs, par le revenu monétaire de l'exercice financier concerné au *pro rata* et jusqu'à concurrence des montants alloués aux BCN, conformément à l'article 32.5 des Statuts¹.

En 2005, la constitution d'une provision à hauteur de 992 millions d'euros pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or a ramené le bénéfice net à très exactement zéro. Par conséquent, il n'a pas été effectué de transfert au fonds de réserve général ni de distribution de bénéfice aux détenteurs de parts de la BCE. Il n'a pas non plus été nécessaire de couvrir une perte.

	2005 euros	2004 euros
Bénéfice net/(perte nette) de l'exercice	0	(1 636 028 702)
Prélèvement sur le fonds de réserve général	0	296 068 424
Transfert du revenu monétaire des BCN mis en commun	0	1 339 960 278
Total	0	0

Le traitement du bénéfice net/de la perte nette de la BCE enregistrés en 2004 et 2005 peut donc être retracé de la manière suivante :

¹ L'article 32.5 des statuts du SEBC précise que la somme des revenus monétaires des BCN est répartie entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.

Auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit.

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those Standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

Cette page, publiée par la BCE, est une traduction de courtoisie du rapport des commissaires aux comptes. En cas de différence d'interprétation, seule la version anglaise signée par KPMG fait foi.

Rapport des commissaires aux comptes

Au Président et au Conseil des gouverneurs
de la Banque centrale européenne
Francfort-sur-le-Main

Nous avons vérifié le bilan ci-joint de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2005 ainsi que le compte de résultat correspondant pour l'exercice clos à cette date et les annexes. L'établissement de ces comptes est du ressort du Directoire de la Banque centrale européenne. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

Nous avons effectué notre audit conformément aux normes internationales de la profession. Ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalie significative. Un audit consiste à examiner, par sondages, les éléments probants justifiant les données contenues dans ces comptes. Il consiste également à porter une appréciation sur les principes comptables suivis et les principales estimations retenues pour l'arrêté des comptes, ainsi qu'à évaluer leur présentation d'ensemble. Nous estimons que nos contrôles fournissent une base raisonnable à l'opinion exprimée ci-après.

À notre avis, les comptes annuels sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2005 et des résultats de l'exercice s'achevant à cette date, conformément aux règles et méthodes comptables décrites dans la première partie des annexes.

Francfort-sur-le-Main, le 7 mars 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2005

(EN MILLIONS D'EUROS)

ACTIF	31 DÉCEMBRE 2005	31 DÉCEMBRE 2004
1 Avoirs et créances en or	163 881	125 730
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	154 140	153 856
2.1 Créances sur le FMI	16 391	23 948
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	137 749	129 908
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	23 693	16 974
4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	9 185	6 849
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	9 185	6 849
4.2 Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCE II	0	0
5 Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	405 966	345 112
5.1 Opérations principales de refinancement	315 000	270 000
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	90 017	75 000
5.3 Opérations de réglage fin	0	0
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	949	109
5.6 Appels de marge versés	0	3
6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	3 636	3 763
7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	92 367	70 244
8 Créances en euros sur des administrations publiques	40 113	41 317
9 Autres actifs	145 635	120 479
Total de l'actif	1 038 616	884 324

Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

PASSIF	31 DÉCEMBRE 2005	31 DÉCEMBRE 2004
1 Billets en circulation	565 216	501 256
2 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	155 535	138 735
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	155 283	138 624
2.2 Facilité de dépôt	252	106
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	0	5
3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	207	126
4 Certificats de dette émis	0	0
5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	41 762	42 187
5.1 Administrations publiques	34 189	35 968
5.2 Autres engagements	7 573	6 219
6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	13 224	10 912
7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	366	247
8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	8 405	10 679
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	8 405	10 679
8.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0
9 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	5 920	5 573
10 Autres passifs	67 325	51 791
11 Comptes de réévaluation	119 094	64 581
12 Capital et réserves	61 562	58 237
Total du passif	1 038 616	884 324

ANNEXES

INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau suivant présente les instruments juridiques adoptés par la BCE en 2005 et début 2006 et publiés au Journal officiel de l'Union européenne. Des exemplaires du Journal officiel peuvent être obtenus auprès de l'Office des publications officielles des Communautés européennes. Une liste de tous les instruments juridiques adoptés par la BCE depuis sa création et publiés au Journal officiel peut être consultée sur le site internet de la BCE à la rubrique « *Legal Framework* » (Cadre juridique).

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2005/1	Orientation de la Banque centrale européenne du 21 janvier 2005 modifiant l'orientation BCE/2001/3 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (<i>Target</i>)	JO L 30, 03.02.2005
BCE/2005/2	Orientation de la Banque centrale européenne du 3 février 2005 portant modification de l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 111, 02.05.2005
BCE/2005/3	Recommandation de la Banque centrale européenne du 11 février 2005 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur du Banco de Portugal	JO C 50, 26.02.2005
BCE/2005/4	Orientation de la Banque centrale européenne du 15 février 2005 modifiant l'orientation BCE/2003/2 relative à certaines obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne et aux procédures de déclaration par les banques centrales nationales des informations statistiques en matière de statistiques monétaires et bancaires	JO L 109, 29.04.2005
BCE/2005/5	Orientation de la Banque centrale européenne du 17 février 2005 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne et aux procédures d'échange d'informations statistiques au sein du Système européen de banques centrales en matière de statistiques de finances publiques	JO L 109, 29.04.2005
BCE/2005/6	Orientation de la Banque centrale européenne du 11 mars 2005 modifiant l'orientation BCE/2000/1 concernant la gestion des avoirs de réserves de change de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales et la documentation juridique sur les opérations portant sur les avoirs de réserves de change de la Banque centrale européenne	JO L 109, 29.04.2005

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2005/7	Recommandation de la Banque centrale européenne du 7 avril 2005 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banque de Grèce	JO C 91, 15.04.2005
BCE/2005/8	Recommandation de la Banque centrale européenne du 7 avril 2005 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banque nationale de Belgique	JO C 91, 15.04.2005
BCE/2005/9	Recommandation de la Banque centrale européenne du 20 mai 2005 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Nederlandsche Bank	JO C 151, 22.6.2005
BCE/2005/10	Recommandation de la Banque centrale européenne du 26 octobre 2005 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	JO C 277, 10.11.2005
BCE/2005/11	Décision de la Banque centrale européenne du 17 novembre 2005 concernant la distribution aux banques centrales nationales des États membres participants du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation	JO L 311, 26.11.2005
BCE/2005/12	Décision de la Banque centrale européenne du 17 novembre 2005 modifiant la décision BCE/2002/11 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne	JO L 311, 26.11.2005
BCE/2005/13	Orientation de la Banque centrale européenne du 17 novembre 2005 modifiant l'orientation BCE/2002/7 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de comptes financiers trimestriels	JO L 30, 02.02.2006
BCE/2005/14	Décision de la Banque centrale européenne du 9 décembre 2005 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2006	JO L 333, 20.12.2005
BCE/2005/15	Orientation de la Banque centrale européenne du 15 décembre 2005 modifiant l'orientation BCE/2000/1 concernant la gestion des avoirs de réserves de change de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales et la documentation juridique sur les opérations portant sur les avoirs de réserves de change de la Banque centrale européenne	JO L 345, 28.12.2005

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2005/16	Orientation de la Banque centrale européenne du 30 décembre 2005 relative au Système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (<i>Target</i>)	JO L 18, 23.01.2006
BCE/2005/17	Orientation de la Banque centrale européenne du 30 décembre 2005 portant modification de l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 30, 02.02.2006

AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau ci-après présente les avis adoptés par la BCE en 2005 en vertu de l'article 105 (4) du Traité et de l'article 4 des statuts du SEBC, de l'article 112 (2) (b) du Traité et de l'article 11.2 des Statuts. Une liste de l'ensemble des avis adoptés par la BCE depuis sa création peut être consultée sur le site internet de la BCE.

(a) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'un État membre¹

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2005/1	Italie	Ouverture de lignes de crédit par la Banca d'Italia en faveur du Liban
CON/2005/3	Hongrie	Traitement et distribution des espèces
CON/2005/5	Malte	Obligations de déclaration statistique des établissements de crédit établies par la Banque centrale de Malte
CON/2005/8	Lituanie	Régime de réserves obligatoires applicable aux caisses de crédit mutuel (<i>kredito unija</i>)
CON/2005/9	Belgique	Règles relatives au contrôle prudentiel des organismes de liquidation et des organismes assimilés
CON/2005/10	Hongrie	Exigences de déclaration statistique établies par la Magyar Nemzeti Bank concernant les codes de transaction relatifs aux paiements
CON/2005/12	Luxembourg	Contrats de garantie financière
CON/2005/13	Chypre	Déclaration de leur bilan mensuel par les institutions financières monétaires
CON/2005/14	Hongrie	Régime de réserves obligatoires
CON/2005/15	Danemark	Répartition des coûts de fonctionnement d'un système de carte de débit entre les banques, les consommateurs et les détaillants
CON/2005/19	Hongrie	Tâches techniques et autres obligations liées à la protection des monnaies ayant cours légal contre le faux monnayage
CON/2005/20	Lettonie	Modifications des statuts de la Latvijas Banka
CON/2005/21	Lituanie	Cadre juridique relatif à l'adoption de l'euro

¹ En décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé que les avis de la BCE émis à la demande des autorités nationales seraient en règle générale publiés immédiatement après leur adoption et transmission à l'autorité consultante.

² Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2005/23	Autriche	Déclaration des services transfrontaliers aux fins des statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure
CON/2005/24	République tchèque	Réorganisation de la surveillance du marché financier et surveillance des systèmes de paiement et de règlement de titres
CON/2005/25	Slovaquie	Réglementation du lobbying, y compris le lobbying à l'égard de la Národná banka Slovenska
CON/2005/26	Slovaquie	Mission de la Národná banka Slovenska relativement à la surveillance intégrée de l'ensemble du marché financier et modification de son statut
CON/2005/27	Pays-Bas	Coopération entre la Nederlandsche Bank et le Centraal Bureau voor de Statistiek en ce qui concerne les obligations de déclaration statistique établies par la BCE
CON/2005/28	Chypre	Modification de la loi mettant en œuvre la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (« directive sur le caractère définitif du règlement »)
CON/2005/29	Autriche	Financement par l'Oesterreichische Nationalbank d'une contribution de l'Autriche au fonds fiduciaire du FMI pour les pays à faible revenu touchés par des catastrophes naturelles
CON/2005/30	Espagne	Règles de paiement des bénéfices du Banco de España au Trésor
CON/2005/31	Belgique	Introduction d'un système de déclaration directe pour les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale
CON/2005/32	Lituanie	Obligations de déclaration statistique établies par le Lietuvos bankas en matière d'instruments de paiement
CON/2005/34	Italie	Modification de la structure et de la gouvernance interne de la Banca d'Italia résultant d'une loi sur la protection de l'épargne
CON/2005/35	Chypre	Modifications du régime de réserves obligatoires de la Banque centrale de Chypre

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2005/36	République tchèque	Modernisation du cadre relatif à l'insolvabilité introduisant de nouveaux moyens de traiter celle-ci et renforçant les droits des créanciers
CON/2005/37	Allemagne	Modification des obligations de déclaration relatives aux paiements transfrontaliers
CON/2005/38	Lituanie	Droit du Lietuvos bankas d'émettre des billets et des pièces lors de l'adoption de l'euro et indépendance personnelle de son gouverneur
CON/2005/39	République tchèque	Proposition révisée, visant à l'intégration complète de la surveillance du marché financier et faisant de la Česká národní banka la seule autorité de surveillance
CON/2005/40	France	Mise en œuvre des règles relatives au transfert de propriété des instruments financiers
CON/2005/41	Italie	Surveillance des systèmes de paiement de détail
CON/2005/42	Hongrie	Exigences matérielles, techniques, en matière de sécurité et de continuité de fonctionnement pour les opérations de compensation
CON/2005/43	Belgique	Suppression des titres au porteur et modernisation du cadre juridique régissant les titres de sociétés
CON/2005/44	Pologne	Modifications du cadre juridique des opérations de change
CON/2005/45	République tchèque	Obligations de déclaration statistique de certaines institutions financières, y compris les sociétés d'assurance et les fonds de pension
CON/2005/46	République tchèque	Échange de données statistiques individuelles entre la Česká národní banka et le Český statistický úřad (Office des statistiques) à des fins statistiques
CON/2005/47	Slovaquie	Exclusion de la Národná banka Slovenska du champ d'application de la responsabilité pénale des personnes morales
CON/2005/48	Suède	Rémunération liée aux charges d'intérêts, versée par la Sveriges Riksbank aux entreprises qui traitent et stockent les espèces

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2005/49	République tchèque	Obligations de déclaration statistique des banques et des succursales de banques étrangères
CON/2005/50	Slovaquie	Diminution des contributions annuelles des banques commerciales au Fonds de protection des dépôts et interdiction du financement monétaire
CON/2005/52	Hongrie	Obligations de déclaration statistique imposées par la Magyar Nemzeti Bank concernant de nouveaux types de données
CON/2005/54	Suède	Modification du statut de la Sveriges Riksbank
CON/2005/55	Slovaquie	Modifications du système de Trésorerie de l'État
CON/2005/57	Slovénie	Redénomination du capital des sociétés anonymes et des sociétés à responsabilité limitée et introduction d'actions sans désignation de valeur nominale, qui résultent de l'introduction de l'euro
CON/2005/58	Italie	Proposition révisée concernant la modification de la structure et de la gouvernance interne de la Banca d'Italia résultant d'une loi sur la protection de l'épargne
CON/2005/59	Estonie	Modification du statut de l'Eesti Pank en vue de l'adoption de l'euro
CON/2005/60	Lituanie	Modification du statut du Lietuvos bankas en vue de l'adoption de l'euro
CON/2005/61	Slovaquie	Normes comptables et d'information financière devant être utilisées par la Národná banka Slovenska

(b) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'une institution européenne ³

Numéro⁴	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2005/2	Conseil	Prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme	JO C 40, 17.02.2005
CON/2005/4	Conseil	Régime d'adéquation des fonds propres applicable aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement	JO C 52, 02.03.2005
CON/2005/6	Conseil	Nomination d'un membre du directoire de la BCE	JO C 75, 24.03.2005
CON/2005/7	Conseil	Convention de La Haye sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire	JO C 81, 02.04.2005
CON/2005/11	Conseil	Qualité des données statistiques dans le contexte de la procédure concernant les déficits excessifs	JO C 116, 18.05.2005
CON/2005/16	Conseil	Statistiques communautaires sur la structure et l'activité des filiales étrangères	JO C 144, 14.06.2005
CON/2005/17	Conseil	Accélération et clarification de la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs, visant à refléter les modifications de la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance	JO C 144, 14.06.2005
CON/2005/18	Conseil	Renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, visant à refléter les modifications de la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance	JO C 144, 14.06.2005
CON/2005/22	Conseil	Prorogation du programme d'action en matière d'échanges, d'assistance et de formation, pour la protection de l'euro contre le faux monnayage (programme « Périclès »)	JO C 161, 01.07.2005

³ Également publiés sur le site internet de la BCE

⁴ Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ⁴	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2005/33	Commission	Périodes de référence communes pour l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)	JO C 254, 14.10.2005
CON/2005/51	Conseil	Régime régissant l'introduction de l'euro dans les États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro	JO C 316, 13.12.2005
CON/2005/53	Conseil	Report des dates de transposition et d'application de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers	JO C 323, 09.12.2005
CON/2005/56	Conseil	Informations concernant le donneur d'ordre accompagnant les virements de fonds	JO C 336, 31.12.2005

CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME¹

13 JANVIER 2005

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2 %, 3 % et 1 %.

14 JANVIER 2005

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever de 25 milliards à 30 milliards d'euros le montant qui sera proposé à l'adjudication lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2005. Ce relèvement tient compte d'un besoin de refinancement prévisionnel accru des banques de la zone euro en 2005. Toutefois, l'Eurosystème continuera de fournir l'essentiel de la liquidité par le canal de ses opérations principales de refinancement. Le Conseil des gouverneurs pourrait décider d'ajuster une nouvelle fois ce montant début 2006.

3 FÉVRIER, 3 MARS, 7 AVRIL, 4 MAI, 2 JUIN, 7 JUILLET, 4 AOÛT, 1^{ER} SEPTEMBRE, 6 OCTOBRE, 3 NOVEMBRE 2005

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2 %, 3 % et 1 %.

1^{ER} DÉCEMBRE 2005

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 2,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 6 décembre 2005. 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, respectivement, 3,25 % et 1,25 % avec effet au 6 décembre 2005.

16 DÉCEMBRE 2005

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de porter de 30 milliards à 40 milliards d'euros le montant qui sera proposé à l'adjudication lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2006. Cette décision prend en considération deux éléments. En premier lieu, le besoin de refinancement du système bancaire de la zone euro devrait encore augmenter en 2006. En second lieu, l'Eurosystème a décidé d'accroître légèrement la part du besoin de refinancement allouée par la voie des opérations de refinancement à plus long terme. Toutefois, l'Eurosystème continuera de fournir l'essentiel de la liquidité par le canal de ses opérations principales de refinancement. Le Conseil des gouverneurs pourrait décider de réviser une nouvelle fois ce montant début 2007.

12 JANVIER, 2 FÉVRIER 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,25 %, 3,25 % et 1,25 %.

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2004 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE de 1999, pages 187 à 192, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2000, pages 229 à 232, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2001, pages 238 à 240, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2002, pages 254 et 255, dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2003, pages 235 et 236, et dans le *Rapport annuel* de la BCE de 2004, page 239.

DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS 2005

Cette liste est destinée à informer les lecteurs d'une sélection de documents publiés par la Banque centrale européenne depuis janvier 2005. Concernant les documents de travail, la liste ne mentionne que ceux publiés entre décembre 2005 et février 2006. Les parties intéressées pourront se procurer gratuitement les publications auprès de la Division Presse et Information de la BCE. Les commandes peuvent être passées par écrit à l'adresse postale indiquée au verso de la page de titre.

Une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne et par l'Institut monétaire européen peut être obtenue en visitant le site internet de la BCE (<http://www.ecb.int>).

RAPPORT ANNUEL

Rapport annuel 2004, avril 2005

ARTICLES PARUS DANS LE BULLETIN MENSUEL¹

- « Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres : principales caractéristiques et implications », janvier 2005
- « Modification de la structure et évolutions récentes des flux de capitaux vers les économies de marché émergentes », janvier 2005
- « La discipline de marché pour le secteur bancaire », février 2005
- « Premier bilan des modifications du cadre opérationnel de l'Eurosystème pour la mise en œuvre de la politique monétaire », février 2005
- « La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro vis-à-vis de ses principales contreparties », février 2005
- « Les bulles des prix d'actifs et la politique monétaire », avril 2005
- « La comparabilité des statistiques de la zone euro, des États-Unis et du Japon », avril 2005
- « Les normes SEBC-CERVM relatives à la compensation et au règlement-livraison de titres dans l'Union européenne », avril 2005
- « La politique monétaire et les écarts d'inflation dans une zone monétaire hétérogène », mai 2005
- « La consolidation et la diversification du secteur bancaire de la zone euro », mai 2005
- « L'évolution du cadre relatif au gouvernement d'entreprise », mai 2005
- « L'indice des prix à la consommation harmonisé : concept, propriétés et expérience à ce jour », juillet 2005
- « La stratégie de Lisbonne : bilan cinq ans après », juillet 2005
- « L'utilisation des statistiques harmonisées relatives aux taux d'intérêt des IFM », juillet 2005
- « Réforme du Pacte de stabilité et de croissance », août 2005
- « Rôle de "l'Asie émergente" au sein de l'économie mondiale », août 2005
- « Billets en euros : évolutions et défis à relever », août 2005
- « Demande de monnaie et incertitude », octobre 2005
- « Comment évaluer la performance des systèmes financiers », octobre 2005
- « Le processus de formation des prix dans la zone euro », novembre 2005
- « Évolutions du financement des entreprises dans la zone euro », novembre 2005
- « Relations économiques et financières entre la zone euro et la Russie », novembre 2005
- « Prévisibilité de la politique monétaire de la BCE », janvier 2006
- « Fonds spéculatifs : évolutions et implications pour le système financier », janvier 2006
- « Analyse des évolutions des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro », février 2006
- « Politiques budgétaires et marchés de capitaux », février 2006

¹ La version française du *Bulletin mensuel* de la BCE peut être obtenue auprès du service *Documentation* de la Banque nationale de Belgique et du service des *Relations avec le public* de la Banque de France.

STATISTICS POCKET BOOK

Recueil mensuel statistique sous format de poche, disponible depuis août 2003

DOCUMENTS DE TRAVAIL SUR DES QUESTIONS JURIDIQUES

- 1 “The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments” par K. M. Löber, février 2006

ÉTUDES CONCERNANT DES SUJETS SPÉCIFIQUES

- 22 “Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective” par A. Musso et T. Westermann, janvier 2005
- 23 “The bank lending survey for the euro area” par J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt et S. Scopel, février 2005
- 24 “Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries” par V. Genre, D. Momferatou et G. Mourre, février 2005
- 25 “Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices” par G. Wolswijk et J. de Haan, mars 2005
- 26 “Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators” par L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars et J. Vesala, avril 2005
- 27 “The EU budget: how much scope for institutional reform?” par H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez et R. Ritter, avril 2005
- 28 “Regulatory reforms in selected EU network industries” par R. Martin, M. Roma et I. Vansteenkiste, avril 2005
- 29 “Wealth and asset price effects on economic activity” par F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan et A. Willman, juin 2005
- 30 “Competitiveness and the export performance of the euro area” par un groupe de travail du Comité de la politique monétaire du SEBC, juin 2005
- 31 “Regional monetary integration in the member states of the the Gulf Cooperation Council” par M. Sturm et N. Siegfried, juin 2005
- 32 “Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors” par un groupe de travail du Comité des Relations internationales, juin 2005
- 33 “Integration of securities market infrastructures in the euro area” par H. Schmiedel et A. Schönenberger, juillet 2005
- 34 “Hedge funds and their implications for financial stability” par T. Garbaravicius et F. Dierick, août 2005
- 35 “The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective” par R. Petschnigg, septembre 2005
- 36 “Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route” par I. Angeloni, M. Flad et F. P. Mongelli, septembre 2005
- 37 “Financing conditions in the euro area” par L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel et S. Scopel, octobre 2005
- 38 “Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature” par M. G. Briotti, octobre 2005
- 39 “Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004” par A. Annenkov et C. Madaschi, octobre 2005
- 40 “What does European institutional integration tell us about trade integration” par F. P. Mongelli, E. Dorrucchi et I. Agur, décembre 2005

- 41 “Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences” par N. Leiner-Killinger, C. Madaschi et M. Ward-Warmedinger, décembre 2005
- 42 “The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union” par F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher et K. G. Spitzer, décembre 2005
- 43 “The accumulation of foreign reserves” par un groupe de travail du Comité des Relations internationales, février 2006

DOCUMENTS DE TRAVAIL

- 559 “When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?” par B. Mojon, décembre 2005
- 560 “The determinants of ‘domestic’ original sin in emerging market economies” par A. Mehl et J. Reynaud, décembre 2005
- 561 “Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data” par H. Stahl, décembre 2005
- 562 “The price-setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data” par F. Martins, décembre 2005
- 563 “Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence” par L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen et J. Vilmunen, décembre 2005
- 564 “Forecasting the central bank’s inflation objective is a good rule of thumb” par M. Diron et B. Mojon, décembre 2005
- 565 “The timing of central bank communication” par M. Ehrmann et M. Fratzscher, décembre 2005
- 566 “Real versus financial frictions to capital investment” par N. Bayraktar, P. Sakellaris et P. Vermeulen, décembre 2005
- 567 “Is the time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation” par M. Sánchez, décembre 2005
- 568 “Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis” par S. Déés, F. di Mauro, M. H. Pesaran et L. V. Smith, décembre 2005
- 569 “Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions” par F. González et S. Launonen, décembre 2005
- 570 “Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis” par L. Rinaldi et A. Sanchis-Arellano, janvier 2006
- 571 “Are emerging market currency crises predictable? A test” par T. A. Peltonen, janvier 2006
- 572 “Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data” par M. Kuismanen et L. Pistaferri, janvier 2006
- 573 “Credit chains and the propagation of financial distress” par F. Boissay, janvier 2006
- 574 “Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union” par F. Busetti, L. Forni, A. Harvey et F. Venditti, janvier 2006
- 575 “Growth in euro area labour quality” par G. Schwerdt et J. Turunen, janvier 2006
- 576 “Debt-stabilising fiscal rules” par P. Michel, L. von Thadden et J.-P. Vidal, janvier 2006
- 577 “Distortionary taxation, debt and the price level” par A. Schabert et L. von Thadden, janvier 2006
- 578 “Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography” par H. Berger, M. Ehrmann et M. Fratzscher, janvier 2006

- 579 “A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances” par J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano et M. Spolander, janvier 2006
- 580 “Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison” par C. K. Sørensen et T. Werner, janvier 2006
- 581 “Public sector efficiency for new EU Member States and emerging markets” par A. Afonso, L. Schuknecht et V. Tanzi, janvier 2006
- 582 “What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?” par F. O. Bilbiie, A. Meier et G. J. Müller, janvier 2006
- 583 “Back to square one: identification issues in DSGE models” par F. Canova et L. Sala, janvier 2006
- 584 “A new theory of forecasting” par S. Manganelli, janvier 2006
- 585 “Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement” par A. Lamo, J. Messina et E. Wasmer, février 2006
- 586 “A method to generate structural impulse responses for measuring the effects of shocks in structural macro models” par A. Beyer et R. E. A. Farmer, février 2006
- 587 “Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries” par U. Böwer et C. Guillemineau, février 2006
- 588 “Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover” par M. Ehrmann, février 2006
- 589 “Forecasting economic aggregates by disaggregates” par D. F. Hendry et K. Hubrich, février 2006
- 590 “The pecking order of cross-border investment” par C. Daude et M. Fratzscher, février 2006
- 591 “Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence” par A. Banerjee et J. L. Carrion-i-Silvestre, février 2006
- 592 “Non-linear dynamics in the euro area demand for M1” par A. Calza et A. Zaghini, février 2006
- 593 “Robustifying learnability” par R. J. Tetlow et P. von zur Muehlen, février 2006

AUTRES PUBLICATIONS

- “Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers”², janvier 2005
- “Review of the international role of the euro”, janvier 2005
- “Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, janvier 2005
- “Banking structures in the new EU Member States”, janvier 2005
- “Progress report on TARGET 2”³, février 2005
- “The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”³, février 2005
- “Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation”, février 2005
- “Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures (“Blue book”)", février 2005
- “Statistics and their use for monetary and economic policy-making”, mars 2005

2 Ce document peut être consulté en français sur le site internet de la BCE.

3 *La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro : documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*. Ce document peut être obtenu auprès du service *Documentation* de la Banque nationale de Belgique et du service des *Relations avec le public* de la Banque de France.

“Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amend IAS 39 – The fair value option”, avril 2005

“Euro money market study 2004”, mai 2005

“Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties”, mai 2005

“Regional economic integration in a global framework – proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004”⁴, mai 2005

“TARGET Annual Report 2004”, mai 2005

“The new EU Member States: convergence and stability”, mai 2005

“Financial Stability Review”, juin 2005

“Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament”, juin 2005

“Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions”⁴, juin 2005

“Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d’Italia and its national RTGS system BIREL”, juin 2005

“Information guide for credit institutions using TARGET”, juin 2005

“Statistical classification of financial markets instruments”, juillet 2005

“Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions”, juillet 2005

“Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (“Blue Book”), août 2005

“Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)”, août 2005

“Central banks’ provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement”⁴, août 2005

“ECB statistics: a brief overview”⁴, août 2005

“Assessment of euro retail payment systems against the applicable Core Principles”, août 2005

“Indicators of financial integration in the euro area”, septembre 2005

“EU banking structures”, octobre 2005

“EU banking sector stability”, octobre 2005

“Second progress report on TARGET 2”⁵, octobre 2005

“Legal aspects of the European System of Central Banks”, octobre 2005

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods” (“B.o.p. Book”), novembre 2005

“Large EU banks’ exposures to hedge funds”, novembre 2005

“Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission’s public consultation”, novembre 2005

“The European Commission’s Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosystem contribution to the public consultation”, décembre 2005

“Financial Stability Review”, décembre 2005

“Review of the international role of the euro”, décembre 2005

“The Eurosystem, the Union and beyond”, décembre 2005

⁴ Ce document peut être consulté en français sur le site internet de la BCE.

⁵ Ce document peut être consulté en français sur le site internet de la Banque de France.

“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables”, janvier 2006

“Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling”⁶, janvier 2006

“Euro money market survey 2005”, janvier 2006

“Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, février 2006

“Towards a Single Euro Payments Area – objectives and deadlines (fourth progress report)”⁶, février 2006

BROCHURES D’INFORMATION

“The current TARGET system”, août 2005

“TARGET 2 – innovation and transformation”, août 2005

“The euro area at a glance”, août 2005

⁶ Ce document peut être consulté en français sur le site internet de la BCE.

GLOSSAIRE

Ce glossaire contient une sélection de termes utilisés dans le Rapport annuel. Un glossaire plus complet et plus détaillé peut être consulté sur le site internet de la BCE.

Accord de pension (Repurchase agreement) : convention par laquelle une valeur est cédée tandis que le vendeur obtient simultanément le droit et l'obligation de la racheter à un prix déterminé, à un terme fixé à l'avance ou sur demande. Cette convention est analogue au prêt garanti, à cette différence près que la propriété des titres n'est pas conservée par le vendeur.

Actions (Equities) : titres représentant une part dans le capital d'une entreprise. Ils comprennent les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administration centrale (Central government) : dans le **Système européen de comptes 1995**, secteur des administrations publiques à l'exclusion des administrations régionales et locales (cf. **administrations publiques**).

Administrations publiques (General government) : secteur défini dans le **Système européen de comptes 1995** comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

Analyse économique (Economic analysis) : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de mener une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières du moment et des risques à court et moyen termes qui en découlent pour la stabilité des prix, considérés sous l'angle de l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs à ces horizons. À cet égard, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix et les perspectives à court et moyen termes concernant leur propagation au sein de l'économie (cf. **analyse monétaire**).

Analyse monétaire (Monetary analysis) : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de conduire une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse monétaire contribue à l'évaluation des tendances à moyen et long termes de l'inflation, eu égard à la relation étroite existant entre la monnaie et les prix sur longue période. Elle prend en compte les évolutions d'une large gamme d'indicateurs monétaires, comprenant **M3**, ses composantes et ses contreparties, en particulier le crédit, ainsi que diverses mesures de l'excès de liquidité (cf. **analyse économique**).

Assiette des réserves (Reserve base) : ensemble des éléments éligibles du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

Autre intermédiaire financier (AIF) [Other financial intermediary (OFI)] : société ou quasi-société, à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension, dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière en souscrivant des engagements sous des formes autres que de la monnaie, des dépôts et/ou des proches substituts des dépôts provenant d'unités institutionnelles autres que des IFM, et exerçant en particulier des activités de financement à long terme, telles que les sociétés de crédit-bail, les véhicules *ad hoc* créés pour détenir des actifs titrisés, les holdings financières, les opérateurs sur titres et produits dérivés (lorsqu'ils agissent pour leur propre compte), les sociétés de capital-risque et les sociétés de capital-développement.

Balance des paiements [Balance of payments (b.o.p)] : état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde. Les transactions enregistrées sont celles concernant les biens, les services et les revenus ; les mouvements de capitaux vis-à-vis du reste du monde ; et les transactions (telles que les remises de dettes) qui sont classées comme des transferts.

Banque centrale européenne (BCE) [European Central Bank (ECB)] : la BCE est au centre de l'**Eurosystème** et du **Système européen de banques centrales (SEBC)**, et elle est dotée de sa propre personnalité juridique conformément au Traité (article 107 (2)). Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, par ses activités propres ou par celles des BCN, conformément aux statuts du SEBC. La BCE est administrée par le **Conseil des gouverneurs** et par le **Directoire**, ainsi que par un troisième organe de décision, le **Conseil général**.

Bilan consolidé du secteur des IFM (Consolidated balance sheet of the MFI sector) : bilan obtenu par l'élimination du bilan agrégé des positions des **IFM** entre elles (prêts et dépôts entre IFM, par exemple). Il fournit des informations statistiques concernant les créances et engagements du secteur des IFM vis-à-vis des résidents de la **zone euro** ne faisant pas partie de ce secteur (**administrations publiques** et autres résidents de la zone euro) et vis-à-vis des non-résidents. Il constitue la principale source statistique pour le calcul des agrégats monétaires et permet d'effectuer une analyse régulière des contreparties de **M3**.

Comité économique et financier (CEF) [Economic and Financial Committee (EFC)] : organe communautaire consultatif participant à la préparation des travaux du **Conseil Ecofin**. Ses missions comprennent l'examen de la situation économique et financière des États membres et de la Communauté, et la surveillance budgétaire.

Conseil Ecofin (ECOFIN Council) : Conseil de l'UE se réunissant au niveau des ministres de l'Économie et des Finances.

Conseil général (General Council) : l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des BCN du **Système européen de banques centrales**.

Conseil des gouverneurs (Governing Council) : organe de décision suprême de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé de l'ensemble des membres du **Directoire** de la BCE et des gouverneurs des BCN des États membres ayant adopté l'euro.

Contrepartie (Counterparty) : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute partie effectuant une transaction avec une banque centrale).

Contrepartie centrale (Central counterparty) : entité qui s'interpose entre les **contreparties** à une transaction, agissant en tant qu'acheteur auprès de tout vendeur et en tant que vendeur auprès de tout acheteur.

Coût du financement externe des sociétés non financières (en termes réels) [Cost of the external financing of non-financial corporations (real)] : coût supporté par les sociétés non financières lorsqu'elles lèvent de nouveaux capitaux externes. Dans le cas des sociétés non financières de la **zone euro**, il correspond à la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût des **titres de créance** et du coût des fonds propres, calculée à partir des encours (corrigés des effets de valorisation) et déflatée des anticipations d'inflation.

Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (MFI credit to euro area residents) : prêts des **IFM** accordés aux résidents non-IFM de la **zone euro** (**administrations publiques** et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et **titres de créance**).

Dépositaire central de titres [Central securities depository (CSD)] : entité qui détient et gère des titres et permet le traitement des transactions sur titres par inscription en compte. Les titres peuvent être matérialisés (mais conservés chez le dépositaire) ou dématérialisés (c'est-à-dire qu'ils n'existent plus que sous forme d'enregistrements électroniques). Outre la conservation et la gestion des titres, un dépositaire central de titres peut exercer des fonctions de compensation et de règlement-livraison.

Directoire (Executive Board) : l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres ayant adopté l'euro.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (MFI longer-term financial liabilities) : dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, **titres de créance** d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les **IFM** de la **zone euro** et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) [EONIA (euro overnight index average)] : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit (Credit institution) : (1) entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ; ou (2) entreprise ou toute autre personne morale, autre qu'un établissement de crédit au sens du (1), qui émet des moyens de paiement sous la forme de monnaie électronique.

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (euro interbank offered rate)] : taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en euros à une autre banque de premier rang, communiqué par un panel de banques participantes et calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'échéances différentes inférieures ou égales à douze mois.

Eurosystème (Eurosystem) : système de banque centrale de la **zone euro**. Il comprend la **Banque centrale européenne** et les BCN des États membres ayant adopté l'euro au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire**.

Excédent brut d'exploitation (Gross operating surplus) : excédent (ou déficit) dégagé par les activités de production, diminué du coût des consommations intermédiaires, de la rémunération des salariés et des impôts (après déduction des subventions à la production), mais avant prise en compte des dépenses et des recettes liées à l'emprunt/la location ou à la propriété d'actifs financiers et non produits.

Facilité de dépôt (Deposit facility) : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'effectuer, auprès d'une BCN, des dépôts à 24 heures rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Facilité permanente (Standing facility) : facilité de la banque centrale accessible aux **contreparties** à leur propre initiative. L'**Eurosystème** offre deux facilités permanentes à 24 heures : la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility) : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'obtenir, auprès d'une BCN, des crédits à 24 heures à un taux prédéterminé contre actifs éligibles (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Garanties (Collateral) : actifs mis en nantissement ou transférés (aux banques centrales par les **établissements de crédit**, par exemple) en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés (par les établissements de crédit aux banques centrales, par exemple) dans le cadre d'**accords de pension**.

Gouvernement d'entreprise (Corporate governance) : règles, procédures et processus en vertu desquels une organisation est dirigée et contrôlée. La structure du gouvernement d'entreprise définit la répartition des droits et responsabilités entre les différents acteurs de l'organisation, tels que le conseil d'administration, les dirigeants, les actionnaires et toute autre partie prenante, et établit les règles et procédures relatives à la prise de décision.

IFM (institutions financières monétaires) [MFIs (monetary financial institutions)] : institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Elles incluent l'**Eurosystème**, les **établissements de crédit** résidents (au sens du droit communautaire) ainsi que toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement des OPCVM monétaires.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)] : mesure des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

Institut monétaire européen (IME) [European Monetary Institute (EMI)] : institution à caractère temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire**, le 1^{er} janvier 1994.

L'IME a été mis en liquidation le 1^{er} juin 1998, après l'instauration de la **Banque centrale européenne**.

Investissements directs (Direct investment) : investissements transfrontières effectués dans l'objectif d'acquérir un intérêt durable (en pratique, une participation au capital équivalant à au moins 10 % des actions ordinaires ou des droits de vote) dans une entreprise non-résidente.

Investissements de portefeuille (Portfolio investment) : transactions et/ou positions nettes des résidents de la **zone euro** relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent les opérations sur actions et **titres de créance** (obligations et instruments du **marché monétaire**), mais les montants enregistrés au titre des **investissements directs** ou des avoirs de réserve en sont exclus.

M1 : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des **IFM** et de l'**administration centrale** (exemple : Poste, Trésor).

M2 : agrégat monétaire intermédiaire comprenant **M1** plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des **IFM** et de l'**administration centrale**.

M3 : agrégat monétaire large comprenant **M2** plus les instruments négociables, notamment les pensions, les titres d'OPCVM monétaires ainsi que les **titres de créance** d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les **IFM**.

Marché d'actions (Equity market) : marché sur lequel sont émises et négociées des **actions**.

Marché monétaire (Money market) : marché sur lequel sont empruntés, placés et négociés des capitaux à court terme au moyen d'instruments assortis en règle générale d'une échéance initiale inférieure ou égale à un an.

Marché obligataire (Bond market) : marché sur lequel sont émis et négociés les **titres de créance** à long terme.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (exchange rate mechanism II)] : dispositif de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la **zone euro** et les États membres de l'UE ne participant pas à la phase III de l'**Union économique et monétaire**.

Opération de cession temporaire (Reverse transaction) : opération par laquelle la banque centrale achète ou vend des titres dans le cadre d'un **accord de pension** ou accorde des prêts adossés à des **garanties**.

Opération d'open market (Open market operation) : opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. En fonction de leurs objectifs, régularité et procédures, les opérations d'*open market* de l'**Eurosystème** peuvent être réparties en quatre catégories : les **opérations principales de refinancement**, les **opérations de refinancement à plus long terme**, les **opérations de réglage fin** et les opérations structurelles. S'agissant des instruments utilisés, les

opérations de cession temporaire constituent le principal instrument d'*open market* de l'Eurosystème et peuvent être utilisées pour effectuer les quatre catégories d'opérations. En outre, peuvent être utilisés, pour les opérations structurelles, l'émission de certificats de dette et les opérations ferme et, pour la réalisation d'opérations de réglage fin, les opérations ferme, les **swaps de change** et les reprises de liquidité en blanc.

Opération principale de refinancement (Main refinancing operation) : opération d'*open market* que l'Eurosystème effectue de manière régulière sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

Opération de refinancement à plus long terme (Longer-term refinancing operation) : opération d'*open market* que l'Eurosystème exécute à intervalles réguliers sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux mensuels et sont normalement assorties d'une échéance de trois mois.

Opération de réglage fin (Fine-tuning operation) : opération d'*open market* réalisée par l'Eurosystème et destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire. Ces opérations ne sont pas normalisées en termes de fréquence et d'échéance.

Option (Option) : instrument financier qui donne à son détenteur le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif spécifique (une obligation ou une action, par exemple) à un cours préalablement fixé (prix d'exercice) au plus tard à une date ultérieure définie à l'avance (date d'exercice ou d'échéance).

Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth Pact) : le Pacte de stabilité et de croissance vise à maintenir une situation saine des finances publiques au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire** afin de fournir une meilleure assise pour la **stabilité des prix** et une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. À cette fin, il requiert des États membres la définition d'objectifs budgétaires à moyen terme. Il contient également les modalités pratiques de la **procédure concernant les déficits excessifs**. Le Pacte se compose d'une résolution du Conseil européen d'Amsterdam en date du 17 juin 1997 relative au Pacte de stabilité et de croissance et de deux règlements du Conseil, à savoir : (1) le règlement (CE) n° 1466/97 du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, modifié par le règlement (CE) n° 1055/2005 du 27 juin 2005 ; et (2) le règlement (CE) n° 1467/97 du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs, modifié par le règlement (CE) n° 1056/2005 du 27 juin 2005. Le Pacte de stabilité et de croissance est complété par le rapport du Conseil Ecofin intitulé « Améliorer la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance », qui a été adopté par le Conseil européen de Bruxelles des 22 et 23 mars 2005. Il est complété également par un nouveau code de conduite concernant des spécifications relatives à la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance et des lignes directrices quant au contenu et à la présentation des programmes de stabilité et de convergence, approuvé par le Conseil Ecofin du 11 octobre 2005.

Pays adhérents (Acceding countries) : pays qui ont signé le Traité d'adhésion à l'UE. Ce fut le cas de la Bulgarie et de la Roumanie le 25 avril 2005.

Pays candidats à l'adhésion (Accession countries) : pays avec lesquels ont été entamées les négociations en vue de leur adhésion à l'UE. Les négociations avec la Croatie et la Turquie ont débuté le 3 octobre 2005.

Période de constitution des réserves (Maintenance period) : période sur laquelle est calculé le respect par les établissements de crédit des obligations en matière de réserves obligatoires. La période de constitution des réserves débute le jour du règlement de la première opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique monétaire. La Banque centrale européenne publie un calendrier des périodes de constitution des réserves obligatoires au moins trois mois avant le début de l'année concernée.

Portefeuille de référence (Benchmark portfolio) : en matière de placements, il s'agit d'un portefeuille ou d'un indice de référence élaboré en fonction d'objectifs en termes de liquidité, de risque et de rendement des placements. Le portefeuille de référence sert de base pour évaluer la performance du portefeuille effectivement constitué.

Position créditrice nette du secteur des IFM vis-à-vis des non-résidents (MFI net external assets) : créances du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents (comme l'or, les billets et pièces en devises, les titres émis par les non-résidents de la zone euro et les prêts accordés aux non-résidents) moins les engagements du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents (tels que les dépôts des non-résidents de la zone euro, les pensions, leurs avoirs en titres d'OPCVM monétaires et titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans émis par les IFM).

Position extérieure [International investment position (i.i.p.)] : valeur et décomposition des créances financières nettes (ou des engagements financiers nets) d'une économie vis-à-vis du reste du monde.

Procédure concernant les déficits excessifs (Excessive deficit procedure) : la disposition définie à l'article 104 du Traité et précisée dans le protocole n° 20 sur la procédure concernant les déficits excessifs impose aux États membres de l'UE de maintenir une discipline budgétaire, définit les critères sur la base desquels une position budgétaire est considérée comme une situation de déficit excessif et régit les mesures à prendre à la suite du constat de non-respect des exigences relatives au solde du budget ou à la dette publique. L'article 104 est complété par le règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs (modifié par le règlement (CE) n° 1056/2005 du Conseil du 27 juin 2005), qui constitue un élément du Pacte de stabilité et de croissance.

Projections (Projections) : résultats des exercices réalisés quatre fois par an afin de prévoir les scénarios possibles concernant les évolutions macroéconomiques futures au sein de la zone euro. Les projections établies par les services de l'Eurosystème sont publiées en juin et en décembre tandis que celles réalisées par les services de la Banque centrale européenne le sont en mars et en septembre. Elles s'inscrivent dans le cadre du pilier relatif à l'analyse économique de la stratégie de politique monétaire de la BCE et sont donc un des éléments servant à l'évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des risques pour la stabilité des prix.

Rentabilité des entreprises (Corporate profitability) : mesure de la performance des entreprises en termes de résultats, essentiellement par rapport au chiffre d'affaires, à l'actif ou aux fonds propres. Il existe un certain nombre de ratios différents mesurant la rentabilité des entreprises,

établis à partir des états financiers, tels que le ratio du résultat d'exploitation (chiffre d'affaires moins dépenses d'exploitation) par rapport au chiffre d'affaires, le ratio du résultat net (résultat d'exploitation et résultat hors exploitation après impôts, amortissement et résultat exceptionnel) par rapport au chiffre d'affaires, le ratio de rentabilité économique (résultat net rapporté à l'actif total) et le ratio de rentabilité financière (résultat net rapporté aux fonds propres). Au niveau macroéconomique, l'**excédent brut d'exploitation** est souvent utilisé comme mesure de la rentabilité, établie à partir des comptes nationaux, par rapport au PIB ou à la valeur ajoutée, par exemple.

Réserves obligatoires (Reserve requirement) : montant minimum de réserves qu'un **établissement de crédit** est tenu de constituer auprès de l'**Eurosystème**. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens du compte courant de l'établissement au cours d'une **période de constitution**.

Revenu monétaire (Monetary income) : revenu dégagé par les BCN dans l'exercice des missions de politique monétaire de l'**Eurosystème**. Ce revenu est issu d'actifs dûment identifiés conformément aux orientations définies par le **Conseil des gouverneurs** et détenus en contrepartie des billets en circulation et des dépôts des **établissements de crédit**.

Risque de crédit (Credit risk) : risque qu'une **contrepartie** ne règle intégralement son obligation ni à l'échéance, ni à aucun moment au-delà de cette échéance. Il recouvre le risque de coût de remplacement et le risque en principal. Il comprend également le risque de défaillance de la banque de règlement.

Risque de liquidité (Liquidity risk) : risque qu'une **contrepartie** ne s'acquitte pas intégralement de son obligation à l'échéance mais à une date non précisée au-delà de cette échéance.

Risque de règlement (Settlement risk) : terme général désignant le risque que le règlement, au sein d'un système d'échange, n'ait pas lieu comme prévu. Ce risque peut désigner à la fois le **risque de crédit** et le **risque de liquidité**.

Risque systémique (Systemic risk) : risque que l'incapacité d'un établissement à faire face à ses obligations à l'échéance empêche, à leur tour, les autres établissements de remplir les leurs lorsqu'elles seront exigibles. Une telle défaillance peut entraîner d'importants problèmes de liquidité ou de crédit et, par conséquent, menacer la stabilité des marchés de capitaux ou la confiance dans ces derniers.

Solde primaire (Primary balance) : besoin net ou capacité nette de financement des administrations publiques à l'exclusion des charges d'intérêts sur leurs engagements consolidés.

Stabilité des prix (Price stability) : maintenir la stabilité des prix est le principal objectif de l'**Eurosystème**. Le **Conseil des gouverneurs** définit la stabilité des prix comme une progression sur un an de l'**indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)** inférieure à 2 % pour la **zone euro**. Le Conseil des gouverneurs a également clairement indiqué que, dans le cadre de la poursuite de la stabilité des prix, il vise à maintenir les taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Stratégie de Lisbonne (Lisbon strategy) : programme exhaustif de réformes structurelles lancé en 2000 par le Conseil européen de Lisbonne, visant à faire de l'UE « l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde ».

Système européen de banques centrales (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)]: constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des BCN de chacun des vingt-cinq États membres de l'UE, il comprend, outre les membres de l'**Eurosystème**, les BCN des États membres qui n'ont pas encore adopté l'euro. Le SEBC est administré par le **Conseil des gouverneurs**, par le **Directoire** de la BCE et par le troisième organe de décision de la BCE, le **Conseil général**.

Système européen de comptes 1995 (SEC 95) [European System of Accounts 1995 (ESA 95)] : système complet et intégré de comptes macroéconomiques établis selon un ensemble de concepts statistiques, de définitions, de classifications et de règles comptables agréés à l'échelle internationale et visant à fournir une présentation harmonisée des données statistiques publiées par les États membres de l'UE. Le SEC 95 est la version, propre à la Communauté, du système international des comptes nationaux 1993 (SCN 93).

Système de règlement brut en temps réel (RTGS) [Real-time gross settlement system (RTGS)]: système de règlement dans lequel le traitement et le règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans qu'intervienne une compensation) en temps réel (en continu) (cf. **Target**).

Système de règlement-livraison de titres [Securities settlement system (SSS)] : système permettant la détention et le transfert de titres, *franco* de paiement ou contre paiement (livraison contre paiement) ou contre un autre actif (livraison contre livraison). Il comprend l'ensemble des dispositifs institutionnels et techniques nécessaires au règlement des opérations sur titres et à la conservation de titres. Il peut s'agir d'un système de règlement brut en temps réel, de règlement brut ou de règlement net. Un système de règlement-livraison permet de calculer (compensation) les obligations des participants.

Swap de change (Foreign exchange swap) : échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme.

Target (système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) [TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)] : système de règlement brut en temps réel pour les paiements en euros. Ce système décentralisé se compose des seize systèmes RTGS nationaux, du mécanisme de paiement de la BCE et du mécanisme d'interconnexion.

Target 2 (TARGET2) : nouvelle génération du système **Target** dans laquelle la structure technique actuellement décentralisée sera remplacée par une plate-forme partagée unique offrant un service harmonisé assorti d'une structure tarifaire unique.

Taux de change effectifs (TCE) de l'euro (nominaux/réels) [Effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)] : moyennes pondérées des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises d'importants partenaires commerciaux de la **zone euro**. La **Banque centrale européenne** publie les indices de TCE nominal de l'euro par rapport à deux groupes de partenaires commerciaux : le TCE-23 (qui inclut les treize États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE) et le TCE-42 (qui comprend le groupe de TCE-23 et dix-neuf autres pays). Les pondérations utilisées

correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en matière de prix et de coûts.

Taux directeurs de la BCE (Key ECB interest rates) : taux d'intérêt fixés par le **Conseil des gouverneurs**, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la **Banque centrale européenne**. Il s'agit du **taux de soumission minimal** appliqué aux **opérations principales de refinancement**, du taux d'intérêt de la **facilité de prêt marginal** et du taux de la **facilité de dépôt**.

Taux d'intérêt des IFM (MFI interest rates) : taux d'intérêt que les **établissements de crédit** et autres **IFM** résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la **zone euro** et aux prêts qui leur sont consentis.

Taux de réserves (Reserve ratio) : coefficient établi par la banque centrale pour chaque catégorie d'éléments éligibles du bilan inclus dans l'**assiette des réserves**. Ces coefficients servent à calculer les **réserves obligatoires**.

Taux de soumission minimal (Minimum bid rate) : taux d'intérêt le plus bas auquel les **contreparties** peuvent soumissionner dans le cadre des **opérations principales de refinancement** réalisées par voie d'appels d'offres à taux variable. Il est l'un des **taux directeurs de la BCE** reflétant l'orientation de la politique monétaire.

Titre de créance (Debt security) : promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versements au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

Traité (Treaty) : désigne le traité instituant la Communauté européenne (« traité de Rome »). Il a été modifié à plusieurs reprises, notamment par le traité sur l'Union européenne (« traité de Maastricht »), qui constitue le fondement de l'**Union économique et monétaire** et définit les statuts du **SEBC**.

Traitement de bout en bout [Straight-through processing (STP)] : traitement automatisé de bout en bout des transactions/flux de paiement incluant la mise en œuvre automatique de la création, de la confirmation, de la compensation et du règlement des instructions.

Union économique et monétaire (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)] : processus qui a conduit à la monnaie unique, l'euro, à la politique monétaire unique de la zone euro et à la coordination des politiques économiques des États membres de l'UE. Ce processus, défini par le **Traité**, a été réalisé en trois étapes. La phase III, dernière phase de l'UEM, a démarré le 1^{er} janvier 1999 avec le transfert des compétences monétaires à la **Banque centrale européenne** et l'introduction de l'euro. La mise en place de l'UEM s'est achevée avec le passage à l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002.

Valeur de référence pour la croissance de M3 (Reference value for M3 growth) : taux de croissance annuel de **M3** à moyen terme compatible avec le maintien de la **stabilité des prix**. À l'heure actuelle, la valeur de référence pour la croissance annuelle de M3 est fixée à 4,5 %.

Volatilité implicite (Implied volatility) : volatilité attendue (écart type) du taux de variation du prix d'un actif (action ou obligation, par exemple). Elle peut être calculée à partir du prix de l'actif, de la date d'échéance et du prix d'exercice de ses options, ainsi que d'un taux de rendement sans risque, à l'aide d'un modèle de valorisation des options tel que la formule Black-Scholes.

Zone euro (Euro area) : zone englobant les États membres ayant adopté l'euro comme monnaie unique, conformément au **Traité**, et dans lesquels est menée une politique monétaire unique, sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne**. La zone euro comprend actuellement la Belgique, l'Allemagne, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande.

ISSN 1561458-1



9 771561 458005