



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSISTÈME

RAPPORT ANNUEL 2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

RAPPORT ANNUEL
2009





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



RAPPORT ANNUEL 2009

En 2010, toutes
les publications
de la BCE comportent
un motif figurant sur
le billet de 500 euros.

© Banque centrale européenne, 2010

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.europa.eu>

Télécopie

+49 69 1344 6000

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

Tous droits réservés.

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

*Photographies :
ISOCHROM.com
Martin Joppen
KingAir Luftfoto
Robert Metsch*

La date d'arrêt des statistiques figurant dans le présent Rapport est le 26 février 2010.

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

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	11	3 LES BILLETS ET PIÈCES	128
CHAPITRE 1 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE		3.1 La circulation des billets et pièces en euros et le traitement de la monnaie fiduciaire	128
1 LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE	18	3.2 La contrefaçon des billets et la lutte contre la contrefaçon	129
2 LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES, MONÉTAIRES ET ÉCONOMIQUES	26	3.3 La production et l'émission des billets	131
2.1 L'environnement macroéconomique mondial	26	4 LES STATISTIQUES	133
2.2 Les évolutions monétaires et financières	35	4.1 Les nouvelles statistiques ou les statistiques améliorées de la zone euro	133
2.3 Les évolutions de prix et de coûts	61	4.2 Les autres évolutions statistiques	134
2.4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail	70	4.3 Les besoins statistiques découlant de la crise financière	135
2.5 Les évolutions budgétaires	81	5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE	136
2.6 Les évolutions des taux de change et de la balance des paiements	91	5.1 Priorités de la recherche et réalisations	136
3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE HORS ZONE EURO	97	5.2 Diffusion des résultats de recherche : publications et conférences	138
CHAPITRE 2 LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE		6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS	140
1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT	110	6.1 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	140
1.1 Les opérations d' <i>open market</i> et les facilités permanentes	110	6.2 Les fonctions consultatives	140
1.2 Les opérations de change et les opérations menées avec d'autres banques centrales	117	6.3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'Union européenne	145
1.3 Le programme d'achat d'obligations sécurisées	118	6.4 Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	145
1.4 Les activités de placement	119	CHAPITRE 3 LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES	
2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES	122	1 LA STABILITÉ FINANCIÈRE	148
2.1 Le système TARGET2	122	1.1 Le suivi de la stabilité financière	148
2.2 TARGET2-Titres	124	1.2 Les dispositifs de stabilité financière	150
2.3 Les procédures de règlement pour les garanties	126	2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES	152
		2.1 Questions générales	152
		2.2 Le secteur bancaire	155
		2.3 Les valeurs mobilières	155
		2.4 Les normes comptables	156

3	L'INTÉGRATION FINANCIÈRE	158	CHAPITRE 6		
			LA COMMUNICATION EXTERNE		
4	LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ	163	1	LA POLITIQUE DE COMMUNICATION	190
	4.1 Les systèmes de paiement de montant élevé et les fournisseurs d'infrastructures		2	LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION	191
	4.2 Les systèmes et les instruments de paiement de détail	163		CHAPITRE 7	
	4.3 La compensation et le règlement-livraison de titres et de produits dérivés	165		LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS	
	4.4 Autres activités		1	LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE	196
		166		1.1 L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales	196
		169		1.2 Le Conseil des gouverneurs	197
				1.3 Le Directoire	200
				1.4 Le Conseil général	202
				1.5 Les Comités de l'Eurosystème/ du SEBC, le Comité budgétaire, la Conférence sur les ressources humaines et le Comité de pilotage informatique de l'Eurosystème	203
				1.6 Le gouvernement d'entreprise	204
			2	LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION	208
				2.1 La gestion des ressources humaines	208
				2.2 Les relations avec le personnel et le dialogue social	210
				2.3 Le nouveau siège de la BCE	210
				2.4 L'Office de coordination des achats de l'Eurosystème	210
				2.5 Les questions environnementales	211
				2.6 La gestion des services informatiques	211
			3	LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES	212
			4	LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC	213
		187			
	CHAPITRE 4				
	LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES				
1	LES QUESTIONS EUROPÉENNES	172			
	1.1 Les questions de politique économique	172			
	1.2 Les questions institutionnelles	175			
	1.3 Les évolutions dans les pays candidats et les relations avec ceux-ci	176			
2	LES QUESTIONS INTERNATIONALES	177			
	2.1 Les principales évolutions du système monétaire et financier international	177			
	2.2 La coopération avec des pays hors UE	181			
	CHAPITRE 5				
	LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ				
1	LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN	186			
2	QUELQUES SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN	187			

5 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE	214	Graphique C Exportations de marchandises hors zone euro, par produit	30
Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2009	215	Graphique D Exportations de marchandises hors zone euro, par destination	30
Bilan au 31 décembre 2009	220	3 Les évolutions récentes du bilan des banques et leurs implications sur les prêts au secteur privé	40
Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2009	222	Graphique A Ventilation sectorielle des principaux actifs détenus par les IFM de la zone euro (hors actions et autres participations)	42
Les règles et méthodes comptables	223	Graphique B Crédits aux résidents de la zone euro (hors actions et autres participations)	43
Annexe au bilan	229	4 Évaluation de la transmission des taux directeurs de la BCE aux principaux taux débiteurs des banques dans la zone euro	55
Annexe au compte de résultat	243	Graphique A Taux à court terme des prêts au logement et des prêts consentis aux sociétés non financières et Euribor 3 mois	56
Rapport du commissaire aux comptes indépendant	247	Graphique B Taux à long terme des prêts au logement et des prêts consentis aux sociétés non financières et taux des <i>swaps</i> à 7 ans	56
Annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes	251	Tableau Transmission aux taux débiteurs des IFM sur la base d'un modèle à correction d'erreurs	57
6 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2009	252	Graphique C Variations cumulées effectives et attendues des taux d'intérêt débiteurs des IFM pour la période comprise entre octobre 2008 et décembre 2009	58
ANNEXES		5 Les évolutions de l'emploi dans la zone euro en 2009	77
INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE	256	Graphique A Croissance du PIB et de l'emploi dans la zone euro	78
AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE	259		
CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME	268		
COMMUNICATIONS DE LA BCE RELATIVES AUX APPORTS DE LIQUIDITÉ	272		
DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS 2009	277		
GLOSSAIRE	283		
LISTE DES ENCADRÉS			
1 Les mesures de soutien renforcé du crédit en période de perturbations financières	19		
2 Le ralentissement du commerce mondial	27		
Graphique A Commerce et activité mondiaux et exportations de marchandises de la zone euro	28		
Graphique B Indice d'intégration verticale mondiale de l'offre	29		

Graphique B Croissance de l'emploi dans la zone euro et contributions sectorielles	78	LISTE DES TABLEAUX	
Graphique C Croissance de l'emploi dans certaines catégories de la population active	78	1 Évolution des prix	62
Graphique D Évolutions du nombre d'heures travaillées dans la zone euro et contributions	79	2 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre	67
6 Le soutien de l'État au secteur bancaire lors de la crise financière de 2008 et 2009 et son incidence sur les finances publiques de la zone euro	84	3 Structure de la croissance du PIB en volume	71
Graphique Opérations cumulées de stabilisation du secteur financier : incidence sur la dette publique et les engagements conditionnels	85	4 Évolutions du marché du travail	76
7 Les évolutions des émissions et des écarts de rendement des titres de créance des administrations publiques de la zone euro	86	5 Situation budgétaire dans la zone euro et les pays de la zone euro	82
Tableau A Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance par les administrations publiques de la zone euro	87	6 Procédures de déficit excessif dans les pays de la zone euro	83
Tableau B Structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro	87	7 Croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	97
Graphique A Décomposition de la variation de la charge d'intérêts pour la période 1999-2009	88	8 IPCH des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	98
Graphique B Écarts de rendement entre une sélection d'obligations souveraines et les emprunts publics allemands	88	9 Situation budgétaire des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	99
8 La création du Comité européen du risque systémique (CERS) et ses conséquences pour la BCE	153	10 Balance des paiements des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	101
		11 Stratégies officielles de politique monétaire des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro	105
		12 Flux de paiements dans TARGET	123
		13 Répartition de la production des billets en euros en 2009	131
		LISTE DES GRAPHIQUES	
		1 Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire	18
		2 Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées	26
		3 Principales évolutions sur les marchés de matières premières	34
		4 M3 et prêts au secteur privé	35
		5 Principales composantes de M3	36
		6 Taux d'intérêt des IFM appliqués aux dépôts à court terme et taux du marché monétaire	36
		7 Ventilation sectorielle des dépôts	37
		8 Contreparties de M3	38
		9 Taux des prêts interbancaires en blanc	44

10	Eurepo 3 mois, Euribor 3 mois et <i>swaps</i> à 3 mois des taux d'intérêt au jour le jour	45	33	Stocks dans le secteur manufacturier et le commerce de détail (enquêtes auprès des directeurs d'achat)	74
11	Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour	46	34	Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution	75
12	Rendements des emprunts publics à long terme	46	35	Chômage	77
13	Points morts d'inflation calculés à partir des obligations zéro coupon de la zone euro	49	36	Évolutions budgétaires dans la zone euro	90
14	Principaux indices boursiers	50	37	Évolutions des taux de change et de leurs volatilités implicites	92
15	Volatilité implicite des marchés boursiers	50	38	Taux de change effectif nominal et réel de l'euro (TCE-21)	92
16	Prêts des IFM aux ménages	52	39	Solde du compte de transactions courantes et composantes	94
17	Taux d'intérêt sur les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières	52	40	Exportations en volume de la zone euro à destination des principaux partenaires commerciaux	94
18	Endettement des ménages et charges d'intérêts	53	41	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	95
19	Coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro	54	42	Principales rubriques du compte financier	95
20	Ventilation du taux de croissance annuel en termes réels du financement externe des sociétés non financières	59	43	Évolutions des devises de l'UE participant au MCE II	102
21	Ratios de rentabilité des sociétés non financières cotées de la zone euro	59	44	Évolutions des devises de l'UE ne participant pas au MCE II par rapport à l'euro	103
22	Besoin de financement des sociétés non financières et principales composantes	61	45	Taux directeurs de la BCE et Eonia	110
23	Ratios d'endettement des sociétés non financières	61	46	Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2009	111
24	Ventilation de l'IPCH : principales composantes	63	47	Opérations de politique monétaire : volume des encours	113
25	Contributions des principales composantes à l'IPCH	64	48	Garanties éligibles par types d'actifs	115
26	Ventilation des prix à la production	66	49	Actifs livrés en garantie dans les opérations de crédit de l'Eurosystème comparés aux encours de crédit dans les opérations de politique monétaire	116
27	Ventilation sectorielle de la rémunération par tête	68	50	Répartition par types des actifs (y compris les créances privées) livrés en garantie	116
28	Coûts de main-d'œuvre dans la zone euro	68			
29	Décomposition du déflateur du PIB	69			
30	Évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro	69			
31	Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume	72			
32	Indicateurs de confiance	72			

51	Écarts entre les rendements des obligations sécurisées et les taux des <i>swaps</i> et entre les rendements des obligations bancaires non sécurisées privilégiées et les taux des <i>swaps</i>	119
52	Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2009	128
53	Valeur des billets en euros en circulation entre 2002 et 2009	128
54	Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2009 par coupure	129
55	Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2009	130
56	Répartition des faux billets en euros par coupure en 2009	130
57	Erreurs et omissions nettes de la balance des paiements de la zone euro	133

ABBREVIATIONS

PAYS

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

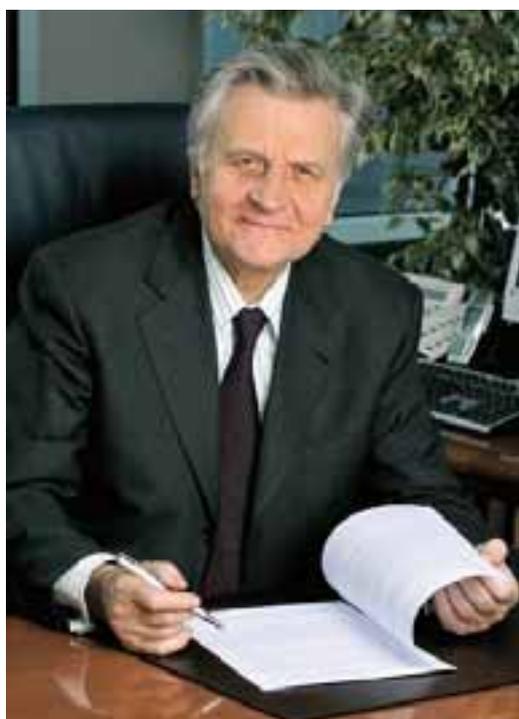
AUTRES

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

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

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

AVANT-PROPOS



En 2009 la Banque centrale européenne (BCE) a continué d'être un point d'ancrage de la stabilité et de la confiance dans l'environnement difficile créé par la crise financière mondiale. Après l'intensification prononcée des tensions sur les marchés financiers à l'automne 2008, le début de l'année 2009 a été marqué par une contraction rapide et synchronisée de l'activité économique à l'échelle mondiale. Cette évolution a été suivie d'une reprise très progressive au cours de l'année, tandis que l'inflation demeurait très faible. Au total, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 4,0% en 2009 tandis que l'inflation ressortait à 0,3% en moyenne annuelle. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et long termes sont demeurées solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme. Cet ancrage traduit la forte crédibilité dont bénéficie la politique monétaire de la BCE.

Dans ce contexte, et face à la persistance de tensions inflationnistes modérées, le Conseil

des gouverneurs a encore abaissé le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement, de 150 points de base, au cours des premiers mois de 2009, le ramenant à 1%, niveau sans précédent dans l'histoire récente des pays de la zone euro. Le Conseil a maintenu inchangés les taux directeurs de la BCE durant le reste de l'année.

De plus, afin de garantir la transmission efficace des impulsions de politique monétaire dans une période où le fonctionnement du système financier était sérieusement perturbé, le Conseil des gouverneurs a étendu ses mesures de soutien renforcé du crédit. Ces mesures étaient destinées à soutenir les conditions de financement et les flux de crédits à l'économie au-delà de ce que permettaient les seules baisses des taux directeurs de la BCE. Elles ont été adaptées à la structure financière de l'économie de la zone euro, où les banques jouent un rôle prépondérant dans le financement des ménages et des entreprises, et ont contribué à maintenir le flux de crédits à l'économie.

En particulier, la BCE a continué à fournir de la liquidité à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, lors de toutes ses opérations de refinancement et a encore allongé la durée maximum de ces opérations. En 2009, elle a effectué trois opérations d'une durée d'un an. En conséquence, les conditions de financement se sont considérablement améliorées dans la zone euro au cours de l'année, comme l'attestent notamment la réduction des écarts de taux d'intérêt à terme du marché monétaire et la nette diminution de la volatilité globale des marchés financiers.

Au cours de l'année 2009, l'activité économique a montré des signes croissants de stabilisation dans la zone euro et au-delà. L'amélioration, observée parallèlement, de la situation sur les marchés financiers a réduit la nécessité du recours à l'intermédiation exceptionnelle de l'Eurosystème. Compte tenu de ces améliorations, le Conseil des gouverneurs a commencé en décembre 2009 à dénouer progressivement les mesures non

conventionnelles qui ne se justifiaient plus. Cette décision a été prise en temps opportun afin d'éviter les distorsions liées au maintien de ces mesures sur une période trop longue et d'inciter les banques à poursuivre l'ajustement nécessaire de leurs bilans. Dans le même temps, les mesures de soutien renforcé du crédit adoptées par l'Eurosystème continuent de garantir l'apport de liquidité au système bancaire de la zone euro, facilitant ainsi l'octroi de financements à l'économie et confortant la reprise de l'activité.

S'agissant des politiques budgétaires, comme dans les autres économies avancées, les positions budgétaires des pays de la zone euro se sont fortement détériorées en 2009, reflétant l'ampleur de la contraction économique et l'orientation expansionniste de la politique budgétaire, qui comportait des mesures de relance budgétaire et des mesures de soutien prises par les pouvoirs publics en faveur du secteur financier. Selon les prévisions économiques d'automne de la Commission européenne, publiées en novembre 2009, le déficit moyen des administrations publiques dans la zone euro est passé de 2,0% du PIB en 2008 à 6,4% en 2009. Dans ce contexte, il est primordial que le programme de stabilité actualisé de chaque État membre de la zone euro comporte des mesures correctrices clairement définies en ligne avec sa procédure de déficit excessif et qu'il énonce explicitement les stratégies de sortie de crise et d'assainissement budgétaire pour la période à venir, en mettant fortement l'accent sur la réforme des dépenses publiques.

Le principal défi qui doit être relevé pour renforcer une croissance soutenable et favoriser la création d'emplois consiste à accélérer les réformes structurelles. En particulier, des réformes s'imposent d'urgence dans le secteur financier ; notamment, une restructuration appropriée du secteur bancaire est fondamentale. Des bilans sains, une gestion efficace des risques et des modèles d'activité transparents et robustes sont essentiels pour conforter la résistance des banques aux chocs et mettre ainsi en place les fondements propres à assurer durablement la croissance et la stabilité financière. Sur les

marchés de biens, des politiques destinées à renforcer l'innovation doivent être adoptées pour accélérer les restructurations et l'investissement et créer de nouvelles opportunités pour les entreprises. Sur les marchés du travail, une politique de modération salariale, des incitations efficaces à exercer un emploi et une flexibilité suffisante sont nécessaires pour éviter une nouvelle hausse sensible du chômage structurel au cours des prochaines années.

* * *

Les réponses politiques et réglementaires à la crise financière se sont intensifiées en 2009, enrichies par un certain nombre de propositions concrètes visant à améliorer le cadre de stabilité financière au niveau européen et au niveau mondial.

Le rapport du groupe de haut niveau présidé par Jacques de Larosière, publié en février 2009, a formulé un ensemble de recommandations en faveur d'un nouveau cadre institutionnel de l'Union européenne (UE) relatif à la surveillance financière. La Commission européenne a suivi ces recommandations en septembre en soumettant des propositions législatives à l'examen du Conseil de l'UE et du Parlement européen. Ces propositions concernent, en premier lieu, la création d'un Comité européen du risque systémique (CERS), responsable de la conduite de la surveillance macroprudentielle, et, en second lieu, celle d'un Système européen de surveillance financière (SESF), composé d'un réseau de trois autorités européennes de supervision et des autorités nationales de surveillance financière, responsable de la surveillance microprudentielle. Dans ses avis, la BCE a réservé un accueil dans l'ensemble favorable aux propositions de la Commission.

Les principales missions macroprudentielles du CERS consisteront à identifier et à évaluer les risques pesant sur la stabilité du système financier de l'UE, à émettre des alertes sur les risques et, le cas échéant, à formuler des recommandations sur les mesures correctrices à mettre en œuvre. La réalisation de ces missions, fondée sur des

informations exhaustives et sur des instruments macroprudentiels efficaces, devrait contribuer de façon significative à la stabilité financière au sein de l'UE. La BCE, en tant qu'institution de l'UE, se tient prête à travailler en étroite collaboration avec l'ensemble des vingt-sept banques centrales nationales du Système européen de banques centrales (SEBC) et avec les autorités de surveillance compétentes pour aider le CERS à mener à bien ces missions.

Au plan mondial, le sommet de Londres qui a réuni le G20 au niveau des chefs d'État ou de gouvernement en avril 2009 a marqué une étape importante. Il a créé le Conseil de stabilité financière (CSF), successeur du Forum de stabilité financière, avec une participation élargie et un mandat renforcé visant à préserver la stabilité financière. La BCE est membre du CSF et contribue activement à l'accomplissement de sa mission, également en tant que membre de son Comité directeur.

Le sommet du G20 a créé la dynamique nécessaire à une réforme de grande ampleur de la régulation financière, qui fait actuellement l'objet d'un suivi de la part des instances normatives mondiales et également de la Commission européenne. La BCE a apporté son soutien et sa contribution à cette réforme par sa participation aux forums consacrés à ce sujet et par les conseils qu'elle dispense au niveau mondial et au niveau européen dans différents domaines, comme la révision des exigences en fonds propres des banques, l'amélioration des règles comptables et les dispositifs de gestion et de résolution des crises financières.

* * *

En 2009, la BCE a continué de promouvoir activement les initiatives visant à renforcer la stabilité et l'intégration des infrastructures des marchés financiers. En février 2009, la BCE a publié le «Cadre de surveillance de l'Eurosystème», qui présente le rôle de l'Eurosystème dans le domaine de la surveillance, les méthodes et les instruments qu'il utilise à cet

égard, ainsi que la répartition des responsabilités au sein de l'Eurosystème. Afin d'accroître encore la sécurité, la solidité et l'efficacité de l'infrastructure post-marché européenne, le SEBC et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) ont élaboré des recommandations relatives aux systèmes de règlement-livraison de titres et aux contreparties centrales au sein de l'UE.

En outre, la BCE a continué d'agir en tant que catalyseur des activités du secteur privé en favorisant l'action collective. Le projet d'Espace unique de paiement en euros (SEPA), auquel la BCE apporte un ferme soutien depuis sa conception, a franchi une deuxième étape majeure avec le lancement du prélèvement SEPA en novembre 2009. Pour la première fois, il existe désormais un service de paiement par prélèvement véritablement européen.

En ce qui concerne les services de banque centrale, la plate-forme unique TARGET2, système de paiement de montant élevé de l'Eurosystème, permet désormais à 23 banques centrales de l'UE et à leurs communautés d'utilisateurs de bénéficier des mêmes services étendus et avancés de règlement brut en temps réel. De plus, des progrès ont été réalisés concernant la mise en place du service commun et neutre de règlement de titres dénommé TARGET2-Titres (T2S). En février 2010, 29 dépositaires centraux de titres (*Central Securities Depositories* – CSD) avaient signé un protocole d'accord avec l'Eurosystème, par lequel ils confirmaient leur intention d'utiliser T2S quand ce système entrera en production. De plus, les banques centrales du Danemark, de Suède et de Norvège, soutenues par leurs marchés nationaux respectifs, se sont déclarées intéressées par un recours à T2S pour le règlement d'opérations sur titres libellées dans leurs devises nationales. Les travaux pour la mise en place d'une plate-forme unique partagée (CCBM2) pour la mobilisation des garanties dans le cadre des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème se sont également poursuivis en 2009. Le CCBM2 permettra

à l'Eurosystème d'offrir à ses contreparties une gestion des garanties efficace et optimisée en termes de coût ainsi que des services de gestion de la liquidité améliorés.

* * *

À fin 2009, l'effectif de la BCE s'élevait à 1 385,5 personnes (en postes équivalent temps plein) contre 1 357,5 à fin 2008. Cette hausse s'explique principalement par l'attribution de nouvelles missions à la BCE dans le cadre du programme T2S. Les membres du personnel de la BCE proviennent des 27 pays de l'UE et sont engagés dans le cadre de campagnes de recrutement ouvertes, visant à pourvoir les postes vacants, qui font l'objet d'annonces publiées sur le site internet de la BCE. Conformément à la politique de mobilité de la BCE, 196 agents ont effectué une mobilité interne en 2009, 21 agents ont été détachés dans d'autres organisations pour bénéficier d'une expérience professionnelle externe et 31 agents ont bénéficié d'un congé sans solde pour poursuivre des études, prendre des fonctions dans une autre organisation ou pour des motifs d'ordre personnel. L'acquisition et le développement permanents de qualifications et de compétences par tous les membres du personnel, y compris les cadres dirigeants, demeurent la pierre angulaire de la stratégie de la BCE en matière de ressources humaines.

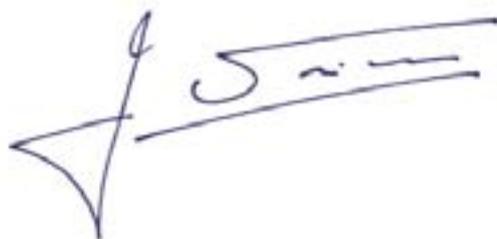
En 2009, la BCE a achevé la réforme du régime de retraite de son personnel afin d'en assurer la viabilité financière à long terme. Afin de préserver les droits acquis par les agents, le régime de retraite en vigueur a été gelé au 31 mai 2009 et un nouveau régime a été introduit à compter du 1^{er} juin 2009.

La construction des nouveaux locaux de la BCE a été approuvée en 2009. À la suite du lancement d'une nouvelle stratégie d'appel d'offres pour les travaux de construction, un total de 44 appels d'offres ont été effectués, donnant lieu à des soumissions de plus de 400 entreprises de construction. À fin 2009, la BCE avait reçu des offres fermes pour des travaux à concurrence de 80 % environ des coûts de construction calculés.

Essentiellement en raison du degré élevé de concurrence, le montant total des offres se situe dans les limites de l'enveloppe budgétaire prévue. Au vu de ces résultats positifs, le Conseil des gouverneurs a décidé en décembre 2009 de finaliser les contrats, de commencer les travaux de construction au printemps 2010 et de lancer les procédures d'invitation à soumissionner pour les tranches et lots restants courant 2010. Les nouveaux locaux devraient être achevés fin 2013.

En 2009, la BCE a dégagé un excédent de 2,22 milliards d'euros, après 2,66 milliards en 2008. Le Conseil des gouverneurs a décidé de reprendre, au 31 décembre 2009, un montant de 0,03 milliard d'euros de la provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or, en vue de respecter le plafond maximum autorisé, qui correspond à la valeur des parts dans le capital de la BCE libéré par les Banques centrales nationales (BCN) de la zone euro. Le montant de cette provision, qui est réexaminé tous les ans, s'élève actuellement à 4,02 milliards d'euros. Le résultat net de la BCE, après cette reprise de la provision, s'élève à 2,25 milliards d'euros en 2009. Ce montant a été réparti entre les BCN de la zone euro proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.

Francfort-sur-le-Main, mars 2010



Jean-Claude Trichet



Le nouveau siège de la BCE, conçu par COOP HIMMELB(L)AU, doit être achevé en 2013. L'ensemble comprendra trois grands corps de bâtiment, à savoir le gratte-ciel, l'ancienne Grossmarkthalle et le bâtiment d'entrée.

CHAPITRE I

**LES ÉVOLUTIONS
ÉCONOMIQUES ET LA
POLITIQUE MONÉTAIRE**

I LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

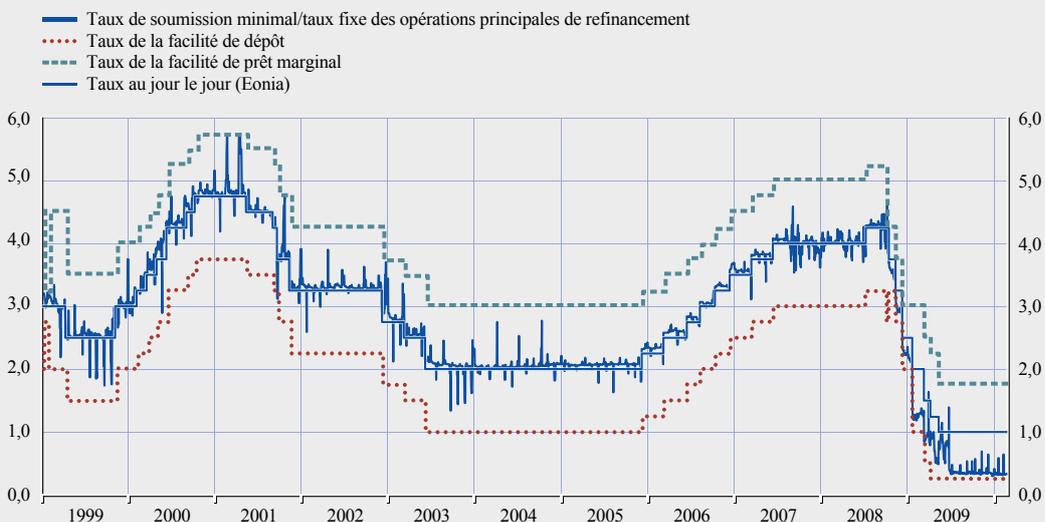
Au cours de l'année 2009, à la suite de l'intensification de la crise financière à l'automne 2008, l'Eurosystème a continué d'exercer ses activités dans un environnement difficile. Face à des tensions inflationnistes modérées dans un contexte de ralentissement économique sévère dans la zone euro et ailleurs, le Conseil des gouverneurs a encore nettement réduit les taux directeurs de la BCE. Après une réduction totale de 175 points de base au quatrième trimestre 2008, le Conseil des gouverneurs a de nouveau abaissé le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 150 points de base entre janvier et mai 2009, le ramenant à un niveau sans précédent dans l'histoire récente des pays de la zone euro. Depuis, le Conseil des gouverneurs a laissé inchangés les taux directeurs de la BCE, celui appliqué aux opérations principales de refinancement s'établissant à 1,00 %, le taux de la facilité de dépôt à 0,25 % et celui de la facilité de prêt marginal à 1,75 %.

Parallèlement, le fonctionnement du système financier étant sérieusement perturbé, le Conseil des gouverneurs a adopté d'autres mesures non conventionnelles en 2009, afin de

faire face au dysfonctionnement des marchés monétaires et de faciliter la transmission de la réduction des taux directeurs de la BCE aux taux d'intérêt du marché monétaire et aux taux débiteurs des banques (cf. encadré 1). On escomptait ainsi susciter des conditions de financement plus favorables et encourager les flux de crédits aux ménages et aux entreprises. Ces mesures ont permis d'aller au-delà de ce que pouvaient permettre les seules baisses des taux directeurs de la BCE. Cette approche tenait compte également du rôle prééminent joué par les banques dans le financement de l'économie réelle dans la zone euro. En conséquence, les conditions de financement se sont considérablement améliorées, comme l'attestent notamment la réduction des écarts de taux d'intérêt à terme du marché monétaire et la diminution significative de la volatilité globale des marchés financiers. Toutes les mesures non conventionnelles adoptées par le Conseil des gouverneurs étaient de nature temporaire et visaient à maintenir la stabilité des prix à moyen terme, tant directement qu'indirectement, en garantissant que les anticipations d'inflation demeurent solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : BCE

Note : La dernière observation correspond au 26 février 2010.

LES MESURES DE SOUTIEN RENFORCÉ DU CRÉDIT EN PÉRIODE DE PERTURBATIONS FINANCIÈRES

La politique de soutien renforcé du crédit menée par la BCE en réponse à la crise financière comportait un ensemble de mesures non conventionnelles destinées à soutenir les conditions de financement et les flux de crédits bien au-delà de ce qu'auraient permis les seules baisses des taux directeurs de la BCE. Cette approche a été adaptée à la structure financière de l'économie de la zone euro et aux circonstances particulières de la crise financière mondiale. Elle a été centrée sur les banques, qui sont la principale source de financement de l'économie réelle dans la zone euro. Le soutien renforcé du crédit¹ mis en place par la BCE comprenait les cinq mesures suivantes :

- la fourniture de liquidité aux banques de la zone euro en quantité illimitée à taux fixe pour toutes les opérations de refinancement contre remise de garanties appropriées ;
- l'allongement de la durée maximum des opérations de refinancement, portée à un an, contre trois mois avant la crise ;
- l'extension de la liste des actifs admis en garantie ;
- la fourniture de liquidité en devises étrangères (notamment en dollars) ; et
- les achats fermes d'obligations sécurisées.

Les mesures non conventionnelles adoptées avaient toutes été conçues de telle sorte qu'elles puissent être ensuite progressivement supprimées. Elles étaient essentiellement destinées à atténuer les effets négatifs du dysfonctionnement des marchés monétaires sur la situation de liquidité des banques solvables dans la zone euro. Ces mesures devaient aussi favoriser les flux de crédits aux ménages et aux entreprises. Les achats fermes d'obligations sécurisées ont été décidés afin de soutenir ce marché très important en Europe, qui constitue une source essentielle de financement des banques.

Dans un contexte de faibles tensions inflationnistes et de ralentissement sévère de l'économie de la zone euro, les mesures non conventionnelles de la BCE ont soutenu à la fois l'accès du secteur bancaire à la liquidité et la reprise économique dans la zone. Elles ont permis d'améliorer les conditions de financement dans la zone euro et favorisé les flux de crédits à l'économie. Les achats d'obligations sécurisées ont dopé les émissions sur le marché primaire et réduit les écarts de rendement particulièrement élevés sur ce marché. Sous l'effet des mesures de soutien renforcé du crédit et de la forte réduction des taux directeurs de la BCE entre octobre 2008 et mai 2009, les taux d'intérêt du marché monétaire, les écarts de rendement sur ce marché et les taux d'intérêt appliqués aux prêts bancaires ont fortement diminué. La politique de soutien renforcé du crédit a permis d'améliorer considérablement la liquidité du marché et de réduire les risques de financement.

Compte tenu de l'amélioration des conditions sur les marchés financiers au cours de l'année 2009, le Conseil des gouverneurs a annoncé début décembre qu'il allait dénouer progressivement les mesures non conventionnelles qui ne s'avéraient plus nécessaires. À partir du premier trimestre 2010, le nombre et la fréquence des opérations de refinancement à plus long terme ont été progressivement réduits. La dernière opération d'une durée d'un an a été effectuée en décembre 2009 et la dernière opération d'une durée de six mois en mars 2010,

¹ Pour plus de détails, cf. les éditions du *Bulletin mensuel* de juin et décembre 2009 et les communiqués de presse s'y rapportant (disponibles sur le site internet de la BCE).

tandis que le nombre des opérations d'une durée de trois mois a été réduit à compter du premier trimestre 2010. Début mars, le Conseil des gouverneurs a décidé de rétablir la procédure d'appel d'offres à taux variable pour les opérations régulières de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, à partir de l'opération devant être effectuée le 28 avril 2010. En outre, une opération supplémentaire de réglage fin à six jours a été annoncée pour lisser l'effet de liquidité de l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an venant à échéance le 1^{er} juillet 2010.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé de mener à la fois les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement spéciales dont la durée correspond à une période de constitution de réserves sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à octobre 2010.

Suite à ces décisions, l'Eurosystème continue de fournir au système bancaire de la zone euro un soutien en liquidité à des conditions très favorables, facilitant ainsi l'octroi de crédits à la zone euro. Dans le même temps, le dénouement progressif des mesures non conventionnelles de la BCE permet d'assurer des conditions équilibrées sur les marchés monétaires et d'éviter les distorsions liées au maintien de ces mesures sur une période plus longue que nécessaire. L'amélioration des conditions financières permet aux banques de reprendre en partie leur rôle « normal » sur le marché monétaire, réduisant ainsi la nécessité pour l'Eurosystème de jouer un rôle majeur d'intermédiation. Le maintien de l'ensemble des mesures non conventionnelles plus longtemps que nécessaire conduirait notamment à un recours excessif à la liquidité exceptionnelle de banque centrale et aux problèmes d'aléa moral qui en découlent. En outre, ce maintien réduirait les incitations pour les banques à poursuivre l'ajustement structurel nécessaire de leurs bilans.

Le Conseil des gouverneurs continuera de dénouer progressivement les mesures exceptionnelles d'apport de liquidité qui ne s'avèrent plus nécessaires au regard des évolutions de l'économie et de la situation des marchés financiers. Le cadre opérationnel de l'Eurosystème continuera de soutenir la politique monétaire dans l'accomplissement du mandat de maintien de la stabilité des prix. À cet égard, si des risques à la hausse pour la stabilité des prix devaient apparaître, l'Eurosystème prendrait rapidement les mesures appropriées.

Le ralentissement conjoncturel dans la zone euro, qui avait débuté en 2007, s'est transformé en récession au premier semestre 2008 puis en brusque contraction au cours de l'hiver 2008-2009, alors que les perturbations financières s'aggravaient après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Cette situation s'est soldée par des baisses record de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise à l'échelle mondiale. Sur fond de ralentissement sévère de l'économie mondiale, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 2,5 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2009. Les taux de croissance trimestriels du PIB en volume sont redevenus

positifs au second semestre, dans le contexte d'une amélioration de la situation des marchés financiers et de l'économie faisant suite aux importantes mesures budgétaires et monétaires de soutien. Au total, le PIB en volume de la zone s'est contracté de 4,0 % en 2009, après avoir progressé de 0,5 % en 2008.

Les tensions inflationnistes ont été faibles en 2009. Le taux d'inflation annuel moyen en 2009 s'est établi à 0,3 %, soit le niveau le plus faible constaté depuis l'introduction de l'euro en janvier 1999, après avoir enregistré un niveau record de 3,3 % en 2008. La hausse annuelle de l'IPCH est revenue de 1,1 % en janvier

à -0,7 % en juillet, avant de remonter à 0,9 % en décembre. Les amples fluctuations de l'IPCH global annuel en 2009 sont principalement liées aux variations des cours des matières premières, et notamment des prix de l'énergie, à contre-courant de la hausse observée en 2008, et aux effets de base correspondants. Bien que l'inflation ait été négative pendant quelques mois, les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées des enquêtes sont restées fermement ancrées à des niveaux compatibles avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir les taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Le rythme d'expansion monétaire sous-jacent dans la zone euro a ralenti en 2009, tandis que la croissance de l'agrégat monétaire large et celle du crédit ont fléchi pour s'inscrire à leur plus bas niveau depuis le démarrage de l'Union monétaire. Les conclusions de l'analyse monétaire ont donc confirmé le diagnostic de faibles tensions inflationnistes à moyen terme.

RÉDUCTIONS DES TAUX DIRECTEURS ET MESURES DE SOUTIEN RENFORCÉ DU CRÉDIT PENDANT LA PÉRIODE DE RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE

Si l'on examine de façon plus détaillée les décisions de politique monétaire, les informations disponibles au début de l'année 2009 confirment un ralentissement économique mondial généralisé au tournant de l'année. L'aggravation des tensions financières a entraîné une forte volatilité sur tous les compartiments des marchés financiers, une faible liquidité sur de nombreux segments de marché et une action énergique des autorités publiques et des banques centrales. La crise financière a également entraîné une forte augmentation de l'incertitude et de l'aversion des investisseurs pour le risque, reflétée, par exemple, dans le creusement important des écarts de rendement des obligations du secteur privé et des titres souverains vers fin 2008. Cette évolution a exercé une incidence fortement négative sur l'économie mondiale. Conformément aux évolutions observées mondialement, la zone euro a enregistré une baisse significative de la production. Dans un

climat d'incertitude accrue, la forte baisse des volumes des échanges internationaux s'est accompagnée d'un recul sensible de la demande intérieure dans la zone euro.

L'inflation globale et les tensions inflationnistes sous-jacentes ont fortement diminué au cours des premiers mois de 2009. La hausse annuelle de l'IPCH s'est infléchie, revenant de 1,1 % en janvier à 0,0 % en mai, notamment en raison de fortes baisses antérieures des cours des matières premières. À cette période, on prévoyait une atténuation des tensions sur les prix, les coûts et les salaires dans la zone euro, compte tenu de l'anticipation d'une modération de la demande à l'échelle mondiale et dans la zone euro pour une période prolongée. En raison d'effets de base liés aux niveaux élevés des prix de l'énergie mi-2008, on prévoyait des taux d'inflation négatifs pendant quelques mois vers la mi-2009, qui redeviendraient positifs vers la fin de l'année. Le recoupement avec les résultats de l'analyse monétaire, qui a confirmé la poursuite du ralentissement du rythme d'expansion monétaire et la modération des flux de prêts aux sociétés non financières et aux ménages, confortait le diagnostic d'une diminution des tensions inflationnistes et des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme.

Dans ce contexte, entre janvier et mai 2009, le Conseil des gouverneurs a réduit le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 150 points de base, pour le ramener à 1 %, en quatre étapes, ce qui portait à 325 points de base la réduction totale depuis le 8 octobre 2008. En mai, il a également décidé d'abaisser le taux de la facilité de prêt marginal de 50 points de base, le ramenant à 1,75 %, le taux de la facilité de dépôt restant inchangé à 0,25 %, ce qui a ramené l'écart entre ces deux taux de 200 à 150 points de base.

Outre la réduction des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre sa politique de soutien renforcé du crédit. Dans le prolongement des opérations conduites depuis octobre 2008, il a décidé en mai 2009 de fournir des liquidités par le biais de trois opérations de

refinancement à plus long terme d'une durée d'un an en juin, septembre et décembre 2009. Ces mesures ont eu une incidence baissière significative sur les taux du marché monétaire car elles garantissaient aux banques un accès étendu et renforcé à la liquidité pour une période plus longue, accroissant ainsi leur capacité de prêt à l'économie réelle et exerçant des pressions à la baisse sur les taux débiteurs des banques. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé que l'Eurosystème achèterait des obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro, pour un montant total de 60 milliards d'euros sur une période de douze mois, à partir de juillet 2009. Cette décision visait à soutenir le marché des obligations sécurisées, qui constitue un compartiment très important du marché financier de la zone euro et une source essentielle de financement des banques.

La décision d'adopter de nouvelles mesures de soutien renforcé du crédit prenait en compte l'anticipation selon laquelle l'évolution des prix resterait freinée, outre la forte baisse antérieure des cours des matières premières, par le très net ralentissement de l'activité économique dans la zone euro et à l'échelle mondiale. Les données économiques et les résultats d'enquête disponibles faisaient apparaître les premiers signes d'une stabilisation de l'activité à des niveaux très bas, après un premier trimestre nettement inférieur aux prévisions. Cette évolution était conforme aux révisions à la baisse des projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE relatives à l'activité économique et à l'inflation dans la zone euro au premier semestre de l'année. Selon les prévisions, l'économie mondiale, y compris celle de la zone euro, devait rester faible en 2009 avant de se redresser progressivement courant 2010, les tensions inflationnistes demeurant modérées dans la zone euro.

Compte tenu de la fourniture généreuse de liquidité par l'Eurosystème et du nombre limité d'opérations de réglage fin de retrait de liquidité, les taux d'intérêt au jour le jour sont restés proches du taux de la facilité de dépôt, ce qui était le cas depuis l'introduction de la

procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, en octobre 2008. Le nouveau positionnement du taux du marché monétaire au jour le jour a été jugé acceptable dans ces circonstances exceptionnelles comme moyen permettant d'aider à corriger les dysfonctionnements du marché monétaire et, en particulier, les écarts anormalement élevés entre taux d'intérêt à terme du marché monétaire, par exemple entre l'Euribor et les taux des *swaps* de taux au jour le jour. Ainsi, les mesures de soutien renforcé du crédit ont également contribué à un environnement de taux d'intérêt du marché plus bas et à des conditions de financement favorables. En particulier, la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an, effectuée le 24 juin 2009, s'est traduite par une allocation record de 442 milliards d'euros au système bancaire de la zone euro au taux fixe de 1 %, portant le volume total des opérations de refinancement en cours à près de 900 milliards d'euros, et contribuant ainsi à la réduction des taux du marché monétaire également pour les échéances plus longues.

SOUTIEN SANS FAILLE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE LORS DE LA REPRISSE PROGRESSIVE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Tout en laissant inchangés les taux directeurs depuis mai 2009, le Conseil des gouverneurs a maintenu ses vastes mesures de soutien renforcé du crédit au second semestre, au vu de leur incidence positive sur le fonctionnement du marché monétaire de la zone euro et sur la transmission des impulsions de politique monétaire dans un contexte de faibles tensions inflationnistes. Cette orientation très accommodante de la politique monétaire était conforme à la mission de la BCE consistant à maintenir la stabilité des prix et a contribué à la reprise économique progressive dans la zone euro.

Au cours du second semestre 2009, l'activité économique, dans la zone euro et au-delà, a montré des signes de stabilisation. La stabilisation dans la zone euro a d'abord été attestée par les données tirées d'enquêtes et le recul de l'aversion au risque des marchés financiers, qui

a entraîné un redressement des prix des actifs par rapport aux plachers enregistrés sur la période allant de la faillite de Lehman Brothers jusqu'à la fin du premier trimestre 2009. La reprise progressive a ensuite été confirmée par des indicateurs relatifs à l'économie réelle. Au total, l'activité économique est restée faible, mais les taux de croissance trimestriels sont redevenus positifs aux troisième et quatrième trimestres de l'année, après cinq trimestres consécutifs de croissance négative. Dans le même temps, des effets défavorables retardés du fort ralentissement de l'activité, comme la faible utilisation des capacités de production et la hausse des taux de chômage, ont continué de se manifester.

Les prévisions et les projections macroéconomiques, y compris les projections des services de l'Eurosystème pour la zone euro, ont été légèrement révisées à la hausse au second semestre, reflétant principalement les évolutions et les informations plus favorables qui devenaient progressivement disponibles. En décembre 2009, les projections établies par les services de l'Eurosystème tablaient sur une croissance du PIB en volume comprise entre 0,1 % et 1,5 % en 2010 et entre 0,2 % et 2,2 % en 2011. En ligne avec ces perspectives, le Conseil des gouverneurs tablait sur une croissance économique modérée dans la zone euro en 2010, tout en reconnaissant que la reprise serait probablement irrégulière et que l'incertitude entourant ces perspectives demeurait forte. Les risques pesant sur ces perspectives étaient jugés globalement équilibrés. S'agissant des aspects positifs, ceux-ci étaient liés aux effets plus importants que prévu des mesures de relance macroéconomique de grande ampleur, à des améliorations de la confiance et à la reprise du commerce extérieur. En revanche, des inquiétudes subsistaient quant à des interactions négatives plus fortes qu'attendu entre l'économie réelle et le secteur financier, à de nouvelles hausses des cours du pétrole et des autres matières premières, à l'intensification des pressions protectionnistes et à la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux.

En ce qui concerne l'évolution des prix, le rythme annuel de l'IPCH est devenu négatif de juin à octobre 2009, atteignant un point bas de -0,7 % en juillet. Il est redevenu positif en novembre et a atteint 0,9 % en décembre. Cette évolution était conforme aux anticipations et reflétait principalement des effets temporaires, notamment des effets de base baissiers liés à la forte hausse des cours des matières premières mi-2008 et à la baisse qui avait suivi jusqu'à la fin de l'année. À l'horizon pertinent pour la politique monétaire, l'inflation devait rester modérée, l'évolution des prix, des coûts et des salaires demeurant faible dans l'ensemble, en ligne avec la lente reprise de la demande au sein de la zone euro et ailleurs. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et long termes demeuraient solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Les perspectives d'inflation ressortant des projections de septembre et de décembre étaient largement similaires, les projections de décembre 2009 établies par les services de l'Eurosystème tablaient sur une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 0,9 % et 1,7 % en 2010, et entre 0,8 % et 2,0 % en 2011. Les risques pesant sur ces perspectives étaient jugés globalement équilibrés. Ils étaient notamment liés aux perspectives d'évolution de l'activité économique et des cours des matières premières. On estimait, en outre, que les relèvements de la fiscalité indirecte et des prix administrés pourraient être plus importants que prévu, en raison de la nécessité de procéder à un assainissement budgétaire au cours des prochaines années.

Les conclusions de l'analyse monétaire ont confirmé l'hypothèse de faibles tensions inflationnistes à moyen terme, l'expansion de la monnaie et du crédit continuant de se ralentir au second semestre 2009. Vers la fin de l'année, les taux de croissance annuels de M3 et des prêts au secteur privé ont enregistré des valeurs négatives. Les niveaux toujours faibles de la production et des échanges commerciaux ainsi que l'incertitude

persistante entourant les perspectives d'activité ont continué en particulier de tempérer la demande de financements bancaires de la part des entreprises. Dans une certaine mesure, les facteurs d'offre ont également joué un rôle, mis en évidence par l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Le recul du taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a été particulièrement prononcé pour les échéances courtes, tandis que le taux de progression annuel des prêts à échéances plus éloignées est resté positif. Parallèlement, après être demeurée négative durant quelques mois, la croissance annuelle des prêts aux ménages est redevenue positive vers fin 2009. Cette évolution est conforme aux observations passées, selon lesquelles la reprise de la croissance des prêts aux sociétés non financières accuse généralement un retard par rapport au cycle d'activité économique.

Les effets découlant des mesures de soutien renforcé du crédit ont continué de favoriser à la fois l'accès du secteur bancaire à la liquidité et la reprise de l'économie de la zone euro, contribuant ainsi à la normalisation des conditions économiques et financières. En particulier, les mesures mises en œuvre par l'Eurosystème ont favorisé les flux de crédits à l'économie par le biais tant des facteurs d'offre (notamment en atténuant les tensions qui affectaient le financement dans le secteur bancaire) que des facteurs de demande (en raison du niveau très bas des taux d'intérêt). En outre, en mettant fortement l'accent sur la stabilité des prix et sur le fait qu'il se tenait prêt à agir en temps opportun, l'Eurosystème a fait office de point d'ancrage de la stabilité dans une période d'incertitude accrue. Cette action a été déterminante pour favoriser la confiance dans un contexte d'anticipations de reprise progressive de l'activité économique.

La transmission de la politique monétaire s'effectuant avec un décalage, les mesures prises par l'Eurosystème se sont répercutées progressivement sur l'économie, apportant un soutien important aux ménages et aux entreprises. Les conditions de financement ont continué

de s'améliorer. Les marchés monétaires ont mieux fonctionné et les écarts de taux d'intérêt sur ces marchés ont considérablement diminué par rapport aux niveaux élevés enregistrés au début de l'année. Les baisses antérieures des taux directeurs de la BCE ont été de plus en plus répercutées sur les taux débiteurs des banques, qui avaient atteint des niveaux très faibles, dénotant le bon fonctionnement du processus de transmission. Au total, on a observé, fin 2009 et début 2010, une amélioration de la situation sur les marchés financiers et une expansion progressive de l'activité économique dans la zone euro tandis que le secteur bancaire continuait de bénéficier d'un solide soutien.

Compte tenu de l'amélioration en cours de la situation sur les marchés financiers et de la nécessité d'éviter les distorsions liées au maintien des mesures non conventionnelles sur une période plus longue que nécessaire, le Conseil des gouverneurs a décidé en décembre 2009 de poursuivre sa politique de soutien renforcé du crédit, tout en commençant à dénouer progressivement, à partir du premier trimestre 2010, les mesures non conventionnelles qui ne s'avéraient plus nécessaires. Le Conseil des gouverneurs a décidé d'effectuer les opérations principales de refinancement sous la forme d'appels d'offres à taux fixe avec allocation de la totalité des soumissions aussi longtemps que nécessaire, et de réduire le nombre et la durée des opérations de refinancement à plus long terme. Il a été décidé que l'opération d'une durée d'un an réalisée en décembre serait la dernière de ce type et serait effectuée à un taux égal à la moyenne des taux de soumission minimums pendant la durée de cette opération, et qu'une seule nouvelle opération d'une durée de six mois serait conduite en mars 2010. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé que les autres opérations de refinancement à plus long terme du premier trimestre 2010 seraient effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies. Ces décisions signifiaient que l'Eurosystème continuerait de fournir au système bancaire de la zone euro un soutien en liquidité pour une période prolongée et à des conditions très

favorables, facilitant ainsi l'octroi de crédits à l'économie de la zone euro.

Début 2010, le Conseil des gouverneurs continuait de juger approprié le niveau des taux directeurs de la BCE. Au vu des informations et des analyses devenues disponibles, il estimait que l'évolution des prix resterait modérée à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. Les données disponibles ont également confirmé que la croissance se poursuivait dans la zone euro, même si un certain nombre des facteurs favorables étaient de nature temporaire, notamment le cycle des stocks et les mesures de soutien adoptées dans le monde. Au total, le Conseil des gouverneurs s'attendait à une croissance modérée de l'économie de la zone euro en 2010, ces perspectives restant soumises à des incertitudes. Dans le même temps, les anticipations d'inflation demeuraient fermement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Le recoupement des conclusions de l'analyse économique avec les signaux de l'analyse monétaire a confirmé le diagnostic de faibles tensions inflationnistes, compte tenu du ralentissement parallèle de la croissance de la monnaie et du crédit.

2 LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES, MONÉTAIRES ET ÉCONOMIQUES

2.1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE MONDIAL

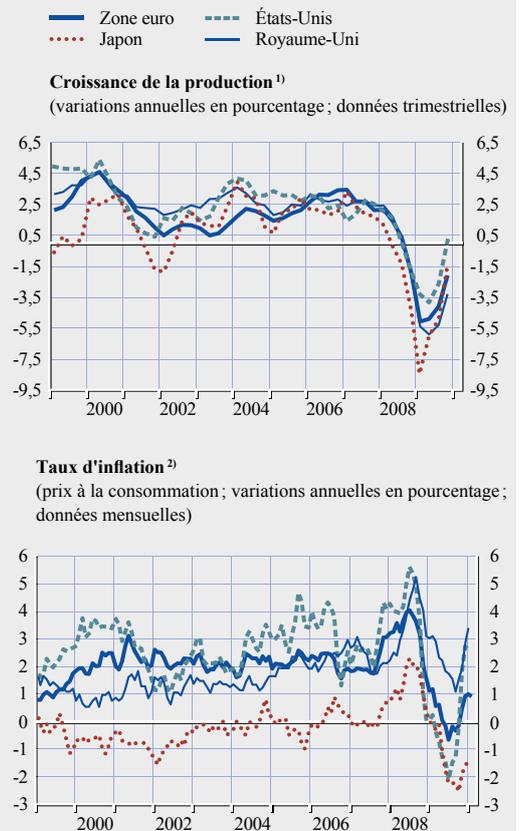
LOURDES RÉPERCUSSIONS SUR L'ACTIVITÉ MONDIALE DES TENSIONS RÉGNANT SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

Après que les turbulences sur les marchés financiers qui étaient allées de pair avec la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 s'étaient intensifiées, l'incertitude perçue a atteint des sommets historiques pour toutes les catégories d'actifs et est demeurée très élevée tout au long du premier trimestre 2009. Durant cette période, le fonctionnement des marchés financiers a continué d'être déficient, tandis que les conditions observées d'incertitude élevée ont alimenté de fortes baisses des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, qui sont tous deux retombés à des niveaux très faibles au regard du passé. Comme le laissaient prévoir cette évolution et le recul prononcé des différentes composantes de l'indice mondial des directeurs d'achat du secteur manufacturier sous le seuil indiquant une contraction, l'activité économique mondiale est demeurée très faible, après s'être vivement tassée au dernier trimestre 2008 dans toutes les principales zones économiques. Nonobstant les mesures d'envergure et sans précédent que les gouvernements et les banques centrales ont prises partout dans le monde en vue de limiter les risques systémiques et de rétablir la stabilité financière, l'activité mondiale a été perturbée, en particulier par la nécessaire réduction de l'endettement des entreprises et des ménages conjuguée à des effets de richesse négatifs, ce qui a accentué le recul de la confiance. En outre, alors que cela n'avait pas été le cas durant la majeure partie de 2008, le ralentissement des économies avancées a commencé à déteindre sur les marchés émergents, le commerce mondial ayant enregistré une contraction spectaculaire et synchronisée fin 2008 et début 2009 (cette dernière est expliquée en détail dans l'encadré 2).

L'activité mondiale est redevenue positive au deuxième trimestre 2009 (cf. partie supérieure du graphique 2), alors que les mesures de politique budgétaire et monétaire mises en place dans nombre de pays gagnaient en force et que,

associées à des mesures destinées à stabiliser le secteur financier, elles contribuaient à améliorer les conditions sur les marchés financiers, à réduire l'incertitude et à induire un début de retour de confiance des agents économiques. Dans le même temps, le commerce mondial a lui aussi commencé à se stabiliser, avant de repartir à la hausse au terme du premier trimestre 2009, même si ce redressement s'est opéré au départ de niveaux très bas. Le rétablissement mondial s'est accéléré au second semestre 2009, et la croissance du PIB est redevenue positive dans la grande majorité des pays au troisième trimestre

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

de l'année. L'activité manufacturière mondiale a été le principal moteur de la reprise économique même si, après quelques hésitations, l'activité a également progressé dans le secteur des services. La rapidité de la reprise est très variable d'un pays à l'autre, et ceci constitue une caractéristique importante de la phase de reprise actuelle. Cette diversité reflète peut-être, entre autres facteurs, la nature différente des mesures de politique économique adoptées dans les divers pays, de même que la plus ou moins grande vigueur des fondamentaux macroéconomiques de chaque pays. L'apparition d'une divergence entre les pays au cours de la phase de redressement contraste avec la grande synchronisation observée pendant la période de ralentissement, ce qui indique peut-être dans quelle mesure les turbulences régnant sur les marchés financiers ont concouru à amplifier les problèmes réels. Il convient également de remarquer que l'activité se rétablit beaucoup plus rapidement dans les économies émergentes, dont l'exposition directe à la crise financière a été limitée. Indépendamment de signaux positifs, les inquiétudes quant aux perspectives de croissance mondiale demeurent. Les doutes portent en particulier sur la capacité qu'aura la demande privée de se substituer à la suppression progressive des mesures exceptionnelles de politique monétaire et budgétaire, compte tenu des importantes réductions prévisibles de l'endettement dans de nombreux pays ainsi

que des contraintes financières auxquelles les entreprises pourraient encore être confrontées.

Après avoir culminé à 4,8% dans les pays de l'OCDE en juillet 2008, tirée par le renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie, l'inflation a rapidement reculé, revenant aux alentours de 0,5% au printemps 2009 (cf. partie inférieure du graphique 2). Ce rapide repli a reflété la vive correction à la baisse des cours des matières premières, ainsi que l'augmentation des capacités de production non utilisées, à la suite du ralentissement mondial de l'activité économique. En milieu d'année, l'inflation dans les pays de l'OCDE est effectivement devenue légèrement négative, en raison d'importants effets de base liés aux cours des matières premières. Les taux d'inflation négatifs ont toutefois dans une large mesure été considérés comme un phénomène transitoire, comme l'attestent les mesures des anticipations d'inflation à long terme, lesquelles sont demeurées positives. En octobre 2009, en raison de l'atténuation de ces effets de base et d'un rebond des cours des matières premières, l'inflation est redevenue positive et a atteint 1,9% sur une base annuelle en décembre 2009, contre 3,6% l'année précédente. Hors produits alimentaires et énergie, le taux d'inflation s'est établi à 1,6% sur une base annuelle en décembre 2009.

Encadré 2

LE RALENTISSEMENT DU COMMERCE MONDIAL

Le commerce mondial s'est vivement contracté au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009, à la suite de l'intensification de la crise financière en septembre 2008 et du ralentissement de l'activité mondiale qu'elle a entraîné. Considéré dans une perspective historique, le commerce a accusé un recul sans précédent, tant en termes de vitesse que d'ampleur et de degré élevé de synchronisation entre les pays. Le présent encadré examine les principaux facteurs à l'origine du ralentissement du commerce et analyse les perspectives du commerce mondial.

Les turbulences financières s'étant aggravées à l'automne 2008, l'activité économique mondiale a brutalement chuté, entraînant un net repli des échanges mondiaux de marchandises, qui sont revenus aux niveaux observés en 2005 (cf. graphique A). La contraction a été abrupte et rapide : le commerce mondial de marchandises s'est tassé de presque 17% entre septembre 2008 et février 2009. Elle a

également été très synchronisée d'une région à l'autre¹.

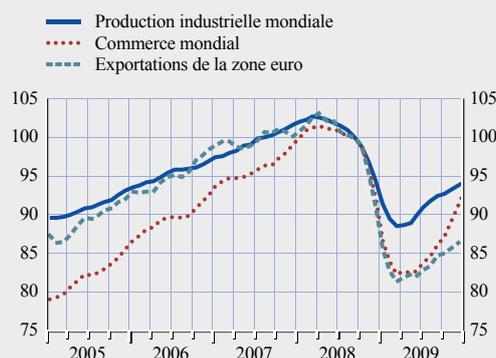
Le principal facteur à l'origine de l'effondrement du commerce a été la vive contraction de la demande mondiale. L'activité économique à l'échelle mondiale a brutalement chuté, la production reculant de 1,2% au quatrième trimestre 2008 et de 1,4% au premier trimestre 2009. Le volume des échanges a toutefois diminué dans des proportions beaucoup plus importantes que ne le laissait présager le recul généralisé de la demande finale, et ce pour plusieurs raisons.

D'abord, la composition du choc qui a affecté la demande mondiale a largement contribué au repli disproportionné du commerce par rapport à la production. Les turbulences financières s'étant intensifiées, l'activité mondiale s'est lourdement contractée dans le secteur manufacturier, alors que l'activité dans le secteur des services a été nettement moins touchée. Dès lors, le recul de la demande mondiale a principalement affecté les échanges de marchandises, qui représentent une part beaucoup plus grande du commerce que du PIB. Le secteur manufacturier produisant et consommant d'importantes quantités de biens intermédiaires, la baisse du commerce de ces biens a amplifié celle du commerce mondial. En outre, la récession a induit un changement de composition du PIB en faveur de ses composantes les moins dépendantes du commerce international, telle la consommation publique, au détriment de celles reposant le plus sur celui-ci, tel l'investissement. De plus, le recul des exportations a exacerbé la contraction du commerce international, du fait de leur contenu généralement élevé en importations. La crise financière et le choc sur la confiance qui l'a accompagnée ont également amené les entreprises à réduire brutalement leurs stocks et leurs investissements en biens d'équipement. Par conséquent, les échanges de biens intermédiaires et de biens d'équipement se sont tassés beaucoup plus vivement que les échanges de biens de consommation, provoquant un écart entre l'évolution du commerce et celle du PIB.

Ensuite, il est possible que la réaction plus prononcée que par le passé du commerce aux fluctuations de la demande soit également en partie imputable à des modifications structurelles liées au processus de mondialisation. Les données empiriques montrent que l'élasticité du commerce mondial par rapport au revenu mondial a augmenté au cours des dernières décennies. En outre, on estime que les échanges réagissent encore plus vivement lorsque le ralentissement est généralisé à l'ensemble du monde². Cela s'explique en partie par une accélération des tendances à la mondialisation au fil des dernières années, et plus particulièrement par le rôle accru des chaînes d'approvisionnement mondiales dans le commerce international. La mondialisation

Graphique A Commerce et activité mondiaux et exportations de marchandises de la zone euro

(indice : septembre 2008 = 100 ; données corrigées des variations saisonnières ; moyenne mobile sur 3 mois)



Source : Bureau central du plan néerlandais

Notes : Les exportations de la zone euro correspondent au commerce intra-zone euro et extra-zone euro. La dernière observation se rapporte à décembre 2009.

1 Selon la base de données du Bureau central du plan néerlandais, plus de 90% des pays ont déclaré que la valeur de leurs exportations avait baissé de plus de 5% en rythme trimestriel début 2009, tandis que près de 15% d'entre eux ont enregistré des diminutions supérieures à 20%.

2 Cf. C. Freund, *The trade response to global downturns: historical evidence*, document de travail de recherche politique de la Banque mondiale n° 5015, 2009

des processus de production, facilitée par une réduction généralisée des barrières commerciales et des coûts de transport, a entraîné une progression considérable de l'intégration verticale de l'offre ces dernières années³ (cf. graphique B), qui, selon les estimations, a représenté environ un tiers de la croissance totale des exportations ces vingt à trente dernières années⁴. Cela signifie que les marchandises sont aujourd'hui fabriquées au travers de réseaux internationaux complexes, où des entreprises établies dans différents pays interviennent à différents stades de la production d'une même marchandise dans le cadre d'une chaîne d'approvisionnement internationale. Il est possible que ces chaînes d'approvisionnement internationales de plus en plus complexes aient contribué à propager, voire à amplifier, la récente contraction du commerce, ce qui serait également cohérent avec le vif recul des échanges de biens intermédiaires susmentionné. Toutefois, en l'absence de données disponibles en temps utile, on ne sait toujours pas avec certitude comment les chaînes d'approvisionnement transfrontières ont évolué en réaction à la crise financière ni dans quelle mesure elles ont contribué à l'effondrement des échanges.

Graphique B Indice d'intégration verticale mondiale de l'offre

(indice : 1975 = 1)



Source : Amador et Cabral (cf. note de bas de page n° 3)

Enfin, plusieurs autres facteurs sont eux aussi susceptibles d'avoir joué un rôle important. Ainsi, par exemple, le rapide durcissement des critères d'octroi de crédits qui a fait suite aux turbulences financières a provoqué un déficit de financement des crédits commerciaux qui pourrait avoir comprimé encore les activités commerciales. Cette situation pourrait à son tour avoir également créé des goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement internationales, aggravant le recul du commerce. Selon des estimations de la Banque mondiale, l'assèchement des crédits commerciaux pourrait avoir expliqué à hauteur de quelque 10 à 15 % le ralentissement du commerce mondial enregistré depuis mi-2008. De récentes données d'enquête suggèrent toutefois également que la diminution des crédits commerciaux ne tient pas qu'à des perturbations du côté de l'offre mais qu'elle s'explique aussi par un tassement de la demande de crédits commerciaux, les activités commerciales s'étant repliées.

En ce qui concerne la zone euro, conformément à l'évolution du commerce mondial, les flux commerciaux de la zone euro se sont eux aussi vivement contractés après l'intensification des turbulences sur les marchés financiers. Les exportations de marchandises de la zone euro ont reculé d'environ 19 % entre septembre 2008 et février 2009. Le repli des flux commerciaux hors zone euro a été plus prononcé vis-à-vis des autres économies avancées et du reste de l'UE. Par contre, la diminution des échanges avec les économies émergentes a été plus lente à se manifester. En termes de composition, les exportations de biens d'équipement et de biens intermédiaires ont toutes deux fondu de plus de 20 %, tandis que celles des biens de consommation (y compris

3 Cf. J. Amador et S. Cabral, *Vertical specialisation across the world: a relative measure*, North American Journal of Economics and Finance, 20 (3), décembre 2009

4 Cf. D. Hummels *et al.*, *The nature and growth of vertical specialisation in world trade*, Journal of International Economics, 54 (1), 2001

les biens de consommation durables) ont reflué d'environ 11 % (cf. graphique C).

La situation actuelle et les perspectives d'évolution

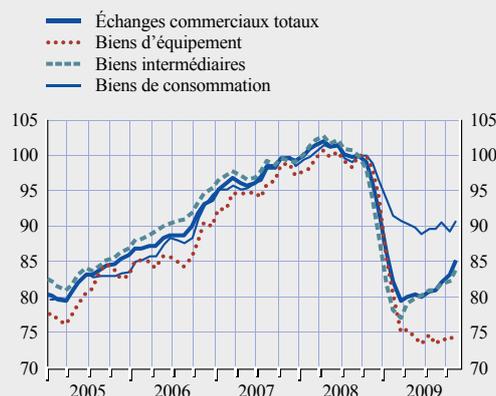
Après s'être lourdement contracté fin 2008 et début 2009, le commerce mondial montre de plus en plus de signes de stabilisation. Au troisième trimestre 2009, les échanges mondiaux de marchandises ont progressé de 4%, alors qu'ils avaient fléchi de quelque 11% au premier trimestre. Le commerce mondial a largement tiré profit de l'incidence de facteurs temporaires tels que les plans macroéconomiques de relance, qui ont dopé la demande de biens durables, en particulier de voitures. Le cycle de reconstitution des stocks qui a suivi ce rebond de l'activité manufacturière et la réactivation progressive des chaînes d'approvisionnement mondiales ont eux aussi contribué au redressement des échanges mondiaux.

Le rétablissement des flux commerciaux a principalement été tiré par l'Asie, et plus particulièrement par un vif rebond de la demande chinoise, probablement provoqué dans une large mesure par le plan de relance budgétaire. Les exportations hors zone euro ont également bénéficié d'une augmentation de la demande en provenance de l'Asie, laquelle a en partie compensé le fait que la demande émanant de la plupart des économies avancées est encore limitée (cf. graphique D). En termes de ventilation par produit, les améliorations ont été plus marquées pour les biens intermédiaires, en partie en raison du retournement du cycle des stocks en dehors de la zone euro.

Dans la ligne des évolutions récentes, les perspectives du commerce mondial comme des exportations de la zone euro se sont récemment sensiblement améliorées. Il est possible que les chaînes d'approvisionnement mondiales contribuent à amplifier le rétablissement des échanges au travers des mêmes mécanismes que ceux qui avaient semblé exacerber leur contraction. La nature temporaire de certains des facteurs à l'origine du récent rebond de l'activité économique mondiale, et donc aussi du commerce mondial, suggère toutefois que ce mouvement pourrait se tasser quelque peu au

Graphique C Exportations de marchandises hors zone euro, par produit

(indices de volume : septembre 2008 = 100 ; données corrigées des variations saisonnières ; moyenne mobile sur 3 mois)

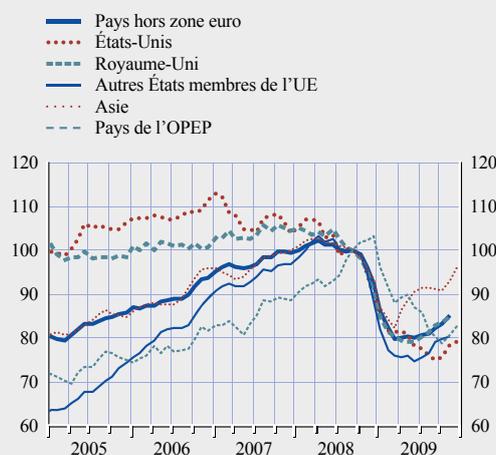


Sources : Eurostat et services de la BCE

Note : La dernière observation se rapporte à novembre 2009.

Graphique D Exportations de marchandises hors zone euro, par destination

(indices de volume : septembre 2008 = 100 ; données corrigées des variations saisonnières ; moyenne mobile sur 3 mois)



Sources : Eurostat et services de la BCE

Note : L'observation la plus récente se rapporte à décembre 2009, sauf pour les pays hors zone euro, le Royaume-Uni et les autres États membres de l'UE (novembre 2009).

cours des prochains trimestres. À terme, la reprise du commerce mondial dépendra dans une large mesure de l'étendue du redressement de la demande mondiale et de la composition des dépenses. À cet égard, une résurgence de politiques protectionnistes partout dans le monde pourrait entraver les perspectives du commerce mondial. Compte tenu des implications déstabilisatrices que cela aurait pour l'économie mondiale, comme on l'a vu durant la Grande Dépression, les mesures protectionnistes devraient être vivement découragées. Non seulement elles compromettraient lourdement la reprise mondiale en freinant les flux commerciaux et la demande mondiale, mais elles réduiraient également le potentiel de croissance mondiale à long terme⁵.

5 Cf. l'encadré intitulé *Les risques d'une résurgence du protectionnisme* du *Bulletin mensuel* de la BCE de septembre 2009

ÉTATS-UNIS

L'activité économique a été atone aux États-Unis et, sur l'ensemble de 2009, elle s'est contractée de 2,4%, alors qu'elle avait crû de 0,4% en 2008. Le PIB réel a continué d'aligner des taux de croissance trimestriels négatifs au premier semestre 2009, à la suite du retournement brutal enregistré au second semestre de l'année précédente. La stabilisation progressive des marchés financiers, les importants incitants budgétaires et monétaires et la fin du mouvement de déstockage survenue en cours d'année ont toutefois permis de renouer avec une croissance économique positive au second semestre 2009. Les dépenses intérieures privées sont demeurées modérées au premier semestre 2009, étant donné le resserrement des conditions du crédit, les efforts consentis par les ménages pour reconstituer leur patrimoine net et réduire l'endettement qu'ils ont accumulé au fil des années précédentes et la détérioration de la situation sur le marché du travail; plus de 8,4 millions d'emplois ont été perdus en 2008 et en 2009. Les mesures de relance adoptées par les pouvoirs publics ont provisoirement soutenu la demande privée, en particulier dans les secteurs de l'automobile et du logement. Les entreprises ont continué de réduire leur formation brute de capital fixe dans un contexte de conditions de financement restrictives, de faible utilisation des capacités de production et de perspectives économiques incertaines. L'activité sur le marché du logement est repartie à la hausse mi-2009, soutenue par les mesures de relance adoptées par les pouvoirs publics, mais le contexte général a continué d'entraver la reprise. En raison d'un ralentissement

de l'activité économique à l'étranger, les performances à l'exportation ont été médiocres début 2009. Les importations ayant reculé plus vivement que les exportations, le commerce extérieur a néanmoins apporté une contribution positive à la croissance. Les exportations comme les importations se sont toutefois redressées au second semestre. Dans l'ensemble, le déficit de la balance courante s'est fortement réduit, revenant de 4,9% du PIB en 2008 à 2,9% en moyenne durant les trois premiers trimestres 2009, essentiellement en raison de la contraction de la demande intérieure et de la chute des cours du pétrole.

S'agissant de l'évolution des prix, la variation annuelle moyenne de l'IPC s'est établie à -0,4% en 2009, contre 3,8% un an auparavant. L'inflation est devenue négative début 2009, reflétant d'importants effets de base induits par la baisse des cours des matières premières. La variation annuelle de l'IPC est redevenue positive fin 2009, à la suite d'une hausse des cours des matières premières et d'un retournement des effets de base. L'atonie de l'économie a limité les pressions haussières sur les prix. L'inflation hors produits alimentaires et énergie s'est, elle aussi, inscrite en léger recul en 2009, mais elle est demeurée positive en rythme annuel moyen, à 1,7% en 2009, contre 2,3% en 2008.

Le Comité fédéral de l'*open market* du Système fédéral de réserve a maintenu le taux cible des fonds fédéraux au sein d'une fourchette comprise entre 0 et 0,25% tout au long de l'année et a répété qu'il anticipait que les

conditions économiques allaient sans doute justifier des taux d'intérêt sur les fonds fédéraux exceptionnellement bas durant une période prolongée. En outre, le Système fédéral de réserve a étendu son recours aux mesures de politique monétaire « non conventionnelles » pour soutenir le flux des crédits au secteur privé et a lancé des programmes d'achat de titres à long terme pour soutenir le fonctionnement des marchés du crédit.

S'agissant de la politique budgétaire, le déficit budgétaire fédéral s'est creusé, atteignant environ 10% du PIB durant l'exercice 2009, lequel s'est achevé en septembre 2009, contre 3,2% l'année précédente. Cette aggravation a été le reflet d'un vif recul des recettes fiscales et d'une nette progression des dépenses suscitée par les mesures budgétaires de soutien au système financier et à l'économie.

JAPON

Au Japon, l'activité économique s'est sensiblement détériorée au premier trimestre 2009, avant d'entrer dans une phase de reprise au deuxième trimestre. La baisse a essentiellement été provoquée par un recul sans précédent des exportations et de la production. L'amélioration de la situation économique a principalement été imputable à une reprise des exportations, traduisant, en partie, le net redressement des autres économies asiatiques et le retournement du cycle des stocks. De plus, la reprise a été soutenue par les plans de relance budgétaires mis en œuvre tant au Japon qu'à l'étranger.

La confiance des chefs d'entreprise s'est légèrement améliorée à partir du deuxième trimestre 2009, mais les bénéfices des entreprises sont demeurés peu élevés et le revenu des travailleurs a sensiblement baissé. En outre, le taux de chômage a atteint un pic historique de 5,7% en juillet 2009, avant de faiblement reculer.

L'évolution sur une base annuelle de l'indice des prix à la consommation est devenue négative en février 2009, et le rythme de baisse a culminé

à 2,5% en octobre. Celle-ci a essentiellement reflété les effets de base liés aux produits pétroliers et l'atonie persistante de l'économie. En décembre 2009, la Banque du Japon a annoncé que vaincre la déflation constituait un « défi crucial ».

À partir de décembre 2008 et tout au long de 2009, la Banque du Japon a laissé inchangé, à 0,1%, le taux de l'argent au jour le jour non garanti. Afin de relancer l'économie, la Banque du Japon a continué à avoir recours aux mesures de politique monétaire non conventionnelles, comme les achats fermes d'emprunts publics japonais et l'élargissement de la gamme des garanties éligibles.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ASIATIQUES

En 2009, les économies émergentes asiatiques ont remarquablement bien résisté au ralentissement mondial. Au premier trimestre 2009, l'effondrement du commerce extérieur a entraîné des taux de croissance du PIB réel négatifs dans les économies exportatrices que sont la région à statut administratif spécial de Hong Kong, la Corée, la Malaisie, Singapour, la province chinoise de Taïwan et la Thaïlande. La Chine, l'Inde et l'Indonésie ont, quant à elles, affiché une croissance économique plus faible mais toujours positive durant cette même période. Portées par d'importants plans de relance budgétaires et une politique monétaire expansionniste, les économies émergentes asiatiques ont commencé à se redresser au deuxième trimestre et ont affiché une croissance annuelle du PIB réel de 5,7%.

En 2009, la hausse des prix à la consommation s'est sensiblement ralentie sur la plupart des marchés émergents asiatiques. Seule l'Inde a enregistré un renchérissement des produits alimentaires en fin d'année, ce qui a entraîné une progression notable de l'indice des prix de gros, qui constitue la mesure des prix privilégiée par la Banque de réserve d'Inde. Compte tenu de la nette amélioration macroéconomique observée dans les économies émergentes asiatiques à partir du deuxième trimestre 2009 et de l'augmentation progressive de l'appétence des investisseurs pour

le risque, les capitaux étrangers, en particulier sous la forme d'investissements de portefeuille, ont recommencé à affluer dans ces pays en mars 2009, entraînant un rebond soutenu sur les marchés obligataires et boursiers locaux. Dans bon nombre de pays, le gonflement des entrées de capitaux a coïncidé avec d'importants excédents de la balance courante, lesquels ont donné lieu à de vives pressions haussières sur les taux de change.

S'agissant de l'économie chinoise, la croissance du PIB réel n'a que légèrement diminué, revenant de 9,6% en 2008 à 8,7% en 2009. Plusieurs facteurs expliquent la fermeté de la croissance du PIB face au ralentissement économique mondial. D'abord, les autorités chinoises ont réagi promptement à la crise. Le plan de relance doté d'une enveloppe de 4 000 milliards de yuans renminbis et l'augmentation des subsides à la consommation, conjugués à une politique monétaire expansionniste et à une vive progression du crédit, ont contribué à la progression de 90% des investissements en infrastructures en 2009 et à la fermeté de la consommation privée. Ensuite, dans la mesure où le contenu en valeur ajoutée des exportations chinoises est relativement faible (le contenu en importations des exportations chinoises étant relativement élevé), l'incidence directe du ralentissement mondial des exportations sur la croissance du PIB a été moins grave qu'ailleurs. En 2009, l'excédent commercial exprimé en dollars des États-Unis a reculé de 33% par rapport à celui de 2008, essentiellement en raison de facteurs temporaires. Enfin, compte tenu des restrictions imposées aux investissements de portefeuille de et vers l'étranger, les bilans des banques n'ont pas été lourdement affectés, et les sorties de capitaux hors de la Chine sont demeurées limitées, atténuant l'incidence sur la consommation et les investissements intérieurs. L'inflation annuelle a été négative entre février et octobre 2009 en raison d'effets de base et de pressions sous-jacentes sur les prix demeurant modérées. À partir du deuxième trimestre 2009, les entrées de capitaux ont renoué avec leurs niveaux d'avant la crise, et l'accumulation de

réserves de change s'est poursuivie à un rythme soutenu, atteignant 2 400 milliards de dollars des États-Unis fin 2009.

AMÉRIQUE LATINE

L'activité économique s'est fortement contractée en Amérique latine au premier semestre 2009, évoluant de manière très similaire à l'économie mondiale. Sur une base annuelle, le PIB réel de l'ensemble de la région s'est contracté de 2,8% au premier trimestre 2009 et de 3,9% au deuxième (même si, sur une base trimestrielle, il a progressé de 0,4% au deuxième trimestre). Le recul de l'activité économique enregistré au premier semestre 2009 a été le plus important dans l'ensemble de la région depuis que l'on collecte des données statistiques sur une base trimestrielle, c'est-à-dire depuis 1980, même si plusieurs pays ont été confrontés à des récessions plus graves au cours des deux dernières décennies. Toutefois, contrairement à ce qui s'était déjà produit dans le passé, la région, en dépit d'un lourd ajustement réel, n'a pas été trop affectée par la crise financière.

Au deuxième trimestre 2009, la hausse de la demande et des cours des matières premières et les mesures de relance tant budgétaires que monétaires ont commencé à soutenir la reprise économique, fût-ce à des degrés divers d'une économie à l'autre. Au Brésil, le redressement a été particulièrement rapide, en partie grâce à la situation relativement saine régnant sur le marché du travail et aux mesures de relance budgétaires, mais aussi parce que les pouvoirs publics sont parvenus à contrer le resserrement des conditions d'octroi de crédits induit par la crise financière internationale. À l'inverse, au Mexique, les chocs successifs ayant frappé le pays (parmi lesquels le recul des envois d'espèces et la grippe A/H1N1), la plus grande exposition aux États-Unis, la vive détérioration du marché du travail et l'inertie de l'inflation contribuent à expliquer pourquoi l'ajustement a été plus marqué et plus long. Dans le même temps, les pressions inflationnistes ont continué de se relâcher dans toute l'Amérique latine, amenant les banques centrales de l'ensemble de

cette région à assouplir les conditions monétaires tout au long du premier semestre de l'année sous revue. Le FMI a également approuvé l'octroi de la nouvelle facilité de ligne de crédit modulable au Mexique et à la Colombie, pour des montants de respectivement 31,6 et 7 milliards de DTS. Les conditions financières mondiales et l'appétence pour le risque commençant progressivement à s'améliorer, les écarts de rendement sur les *swaps* de défaut sur la dette souveraine de l'Amérique latine se sont rétrécis, les cours des actions ont sensiblement augmenté et les flux financiers ont repris, entraînant des appréciations de taux de change. Celles-ci ont dans certains cas toutefois été limitées, en raison de l'intervention des banques centrales. Dans l'intervalle, certains pays (le Brésil et le Pérou) ont également instauré une certaine forme de contrôle des mouvements de capitaux.

REDRESSEMENT DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES EN 2009

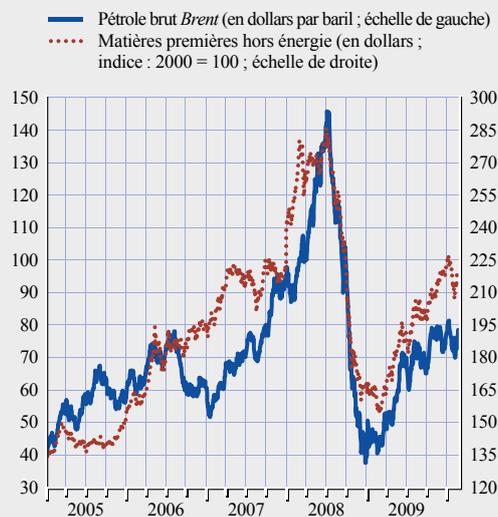
Après avoir brutalement chuté au second semestre 2008, les cours du pétrole se sont stabilisés au premier trimestre 2009 et sont ensuite partis à la hausse. Fin 2009, le cours du pétrole brut de type *Brent* s'établissait à 77,8 dollars des États-Unis le baril. Exprimé en euros, cela correspond à peu près au niveau enregistré début 2006. Sur l'ensemble de l'année, le cours moyen du pétrole brut de type *Brent* s'est élevé à 62,5 dollars des États-Unis le baril, c'est-à-dire 36,4 % en deçà de la moyenne de l'année précédente.

Au premier trimestre 2009, les cours du pétrole se sont maintenus à des niveaux peu élevés du fait des conséquences de la crise financière et du ralentissement économique consécutif qui a lourdement affecté les perspectives de demande. Confronté à une telle contraction massive de la demande, l'OPEP a réagi promptement en réduisant ses quotas de manière significative. Ceux-ci ont été respectés par ses pays membres. Grâce à cette vive baisse de l'offre et au pessimisme moins marqué quant aux perspectives économiques mondiales, les cours du pétrole ont commencé à se redresser au deuxième trimestre 2009.

Le ralentissement économique a entraîné une forte détérioration des anticipations en ce qui concerne la demande de pétrole en 2009. Même si une sensible contraction de la demande a été observée, spécialement dans les économies développées, celle-ci a été largement inférieure aux anticipations, en particulier dans les économies émergentes, où les plans de relance budgétaires ont mobilisé de très importantes ressources naturelles. Dès lors, à partir de mai 2009, l'Agence internationale de l'énergie a, à plusieurs reprises, révisé à la hausse ses projections de demande pour 2009 et 2010. L'amélioration des perspectives de demande a en partie été à l'origine des hausses des cours tout au long de l'année.

Les cours des matières premières non énergétiques ont suivi une évolution similaire (cf. graphique 3). Les cours des métaux, et en particulier du cuivre, ont affiché des hausses substantielles, qui ont notamment été soutenues par les achats effectués dans le cadre du vaste plan de relance, axé sur les infrastructures, annoncé par le gouvernement chinois. Bien que dans une moindre mesure, les prix des produits alimentaires, essentiellement ceux

Graphique 3 Principales évolutions sur les marchés de matières premières



Sources : Bloomberg et HWWI

du sucre, ont eux aussi augmenté. En termes agrégés, les cours des matières premières non énergétiques (exprimés en dollars des États-Unis) ont en moyenne reculé de quelque 22% en 2009 par rapport à l'année précédente.

2.2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

LE RYTHME DE LA CROISSANCE MONÉTAIRE SOUS-JACENTE S'EST RALENTI AU COURS DE L'ANNÉE

Le rythme de la croissance monétaire sous-jacente, qui retrace les tendances des données monétaires fournissant les signaux pertinents quant aux risques pesant sur la stabilité des prix, a continué à reculer en 2009¹. Ce mouvement s'est reflété dans les baisses globalement parallèles des taux de croissance annuels de l'agrégat monétaire large M3 et des prêts consentis par les IFM au secteur privé. Fin de l'année, ces taux s'élevaient respectivement à -0,3 et -0,1%, soit des niveaux nettement inférieurs à ceux de 7,6 et 5,7% observés fin 2008 et aux taux proches de 11% qui prévalaient fin 2007 (cf. graphique 4).

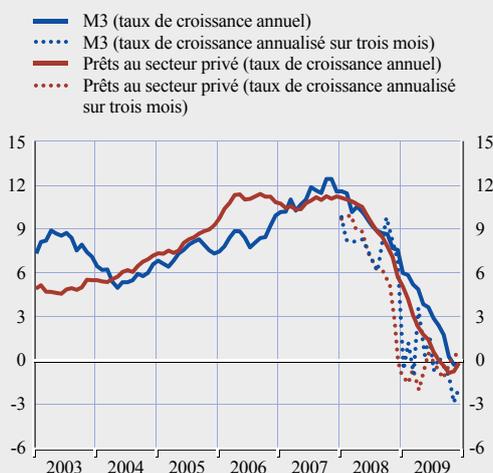
Le tassement continu de la croissance annuelle de M3 dans le courant de l'année a largement traduit l'impact, nettement baissier, de la pente particulièrement raide de la courbe des rendements, ce qui a encouragé des réaménagements de portefeuille au détriment d'actifs financiers et en faveur d'actifs à plus long terme non inclus dans M3. Par conséquent, les principales évolutions monétaires ont modéré le rythme de l'expansion monétaire sous-jacente en 2009. D'une manière générale, il s'agit là d'un revirement par rapport à la situation de 2008, lorsque l'incidence du profil aplati de la courbe des rendements avait maintenu la croissance de M3 au-delà de son rythme de progression tendanciel.

Les diminutions continues des taux de croissance annuels des agrégats monétaires et du crédit observées en 2009 ont occulté le fait que l'intensification des tensions sur les marchés financiers consécutivement à la faillite de Lehman Brothers mi-septembre 2008 a été associée à des changements relativement brusques dans l'évolution monétaire. À la suite de cet événement, les taux de croissance à plus court terme (à savoir les taux de croissance annualisés sur trois mois) de M3 et des prêts consentis au secteur privé ont fluctué assez irrégulièrement autour de zéro pendant la majeure partie de 2009. Cependant, l'analyse des informations fournies par les évolutions des divers secteurs et de chaque composante et contrepartie de M3 fait apparaître que la nette décélération de la progression de M3 et des crédits fin 2008 et début 2009 semblent ne pas s'être accompagnées d'un tassement aussi marqué de la croissance monétaire sous-jacente.

De surcroît, s'agissant de M3 et du crédit, il convient d'examiner les taux de croissance annuels négatifs enregistrés en 2009 dans le contexte des niveaux élevés de liquidité monétaire et d'endettement qui s'étaient accumulés pendant les années précédant

Graphique 4 M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE

¹ Pour une explication du concept de croissance monétaire sous-jacente, cf. l'encadré intitulé *Dynamique monétaire de long terme : concept et illustration quantitative* du *Bulletin mensuel* de la BCE de mai 2008

l'apparition des turbulences financières. Il est dès lors naturel que ces niveaux aient légèrement fléchi. Ce fléchissement aurait éventuellement pu entraîner une décélération plus prononcée et de plus longue durée de la progression de M3 et des crédits que ne le laissent supposer, par exemple, les évolutions de l'activité économique et des taux d'intérêt.

LES COMPOSANTES DE M3 ONT SURTOUT ÉTÉ INFLUENCÉES PAR LA RAIDEUR DE LA COURBE DES RENDEMENTS

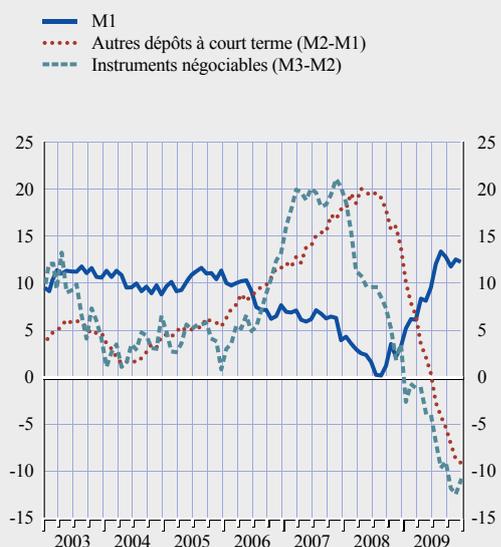
Le ralentissement de la croissance annuelle de M3 courant 2009 a masqué un certain degré d'hétérogénéité parmi ses principales composantes (cf. graphique 5). Ce repli est dû, pour l'essentiel, aux taux de croissance annuels toujours plus négatifs des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (c'est-à-dire M2-M1) comme des instruments négociables (c'est-à-dire M3-M2), qui se chiffraient respectivement à -9,1 et -11% en décembre. Par ailleurs, le taux de croissance annuel de M1 s'est considérablement renforcé pour ressortir à un niveau particulièrement élevé de 12,3%

en décembre. La croissance hétérogène des différentes composantes de M3 a résulté de la faiblesse des taux d'intérêt et du resserrement des écarts entre les taux d'intérêt versés sur les différents actifs monétaires. Par conséquent, le coût d'opportunité de la détention des actifs monétaires les plus liquides étant faible, un glissement s'est opéré des dépôts à court terme (à savoir les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans) et des instruments négociables vers les dépôts à vue. Toutefois, des arbitrages au profit des dépôts d'épargne à court terme (à savoir les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois) ont également eu lieu, dans la mesure où ceux-ci sont demeurés légèrement mieux rémunérés que les dépôts à court terme (cf. graphique 6). Cette substitution au sein de M3 s'est ajoutée aux remaniements opérés au détriment d'instruments inclus dans M3 occasionnés par le profil de la courbe des rendements.

La décision des banques d'abaisser substantiellement la rémunération des dépôts

Graphique 5 Principales composantes de M3

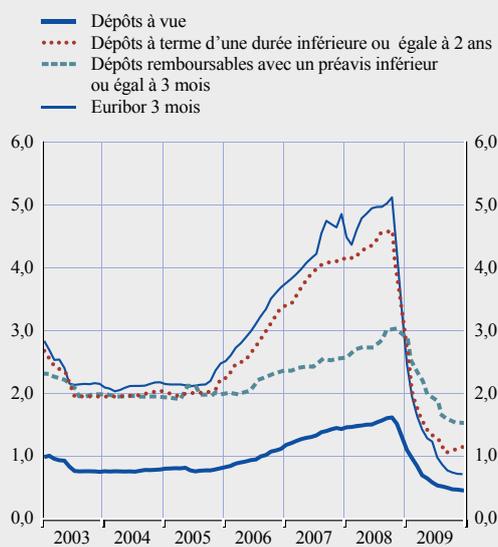
(variations annuelles en pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

Graphique 6 Taux d'intérêt des IFM appliqués aux dépôts à court terme et taux du marché monétaire

(en pourcentage annuel)



Source : BCE

à court terme et des instruments négociables depuis fin 2008 traduit également le fait qu'elles disposent de nouvelles sources de financement. En particulier, les pressions sur le financement à court terme ont été largement apaisées par la fourniture, par l'Eurosystème, de liquidité de banque centrale, tandis que les banques ont pu attirer du financement à plus long terme compte tenu de la raideur de la courbe des rendements et bénéficier de l'aide fournie par les garanties de l'État pour couvrir l'émission de titres de créance.

LA VENTILATION SECTORIELLE DE L'ENCAISSE MONÉTAIRE REFLÈTE L'INFLUENCE DU CYCLE ÉCONOMIQUE

Le ralentissement de la croissance annuelle de M3 a également dissimulé des évolutions assez divergentes dans l'encaisse monétaire des différents secteurs. L'agrégat le plus large des composantes de M3 pour lequel des informations par secteur détenteur sont disponibles sont les dépôts à court terme et les opérations de pension (ci-après dénommés « dépôts inclus dans M3 »). Le taux de croissance annuel des dépôts des ménages inclus dans M3 a fléchi dans le courant de l'année, ressortant à 1,95% en décembre, alors qu'il affichait encore 9%

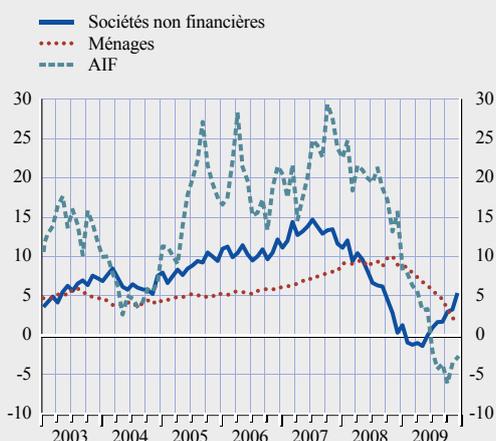
fin 2008 (cf. graphique 7). En revanche, le taux de croissance annuel des dépôts des sociétés non financières inclus dans M3 n'a baissé que jusqu'à mi-2009 (devenant brièvement quelque peu négatif), avant de s'affermir au second semestre, pour s'établir à 5,4% en décembre. Ces différentes évolutions sont conformes à la phase en cours du cycle économique. À cet égard, le recul relativement progressif du taux de croissance des dépôts des ménages contenus dans M3 (en comparaison du renforcement de ceux des sociétés non financières) traduit le fait que le revenu disponible des ménages est typiquement plus stable que l'activité économique. À l'inverse, les flux de trésorerie des sociétés tendent à s'améliorer au début du cycle économique et peuvent dès lors être utilisés afin de créer des volants de liquidité permettant de financer les activités de production et d'investissement en prévision d'une embellie économique.

Le repli graduel du taux de croissance annuel des dépôts des ménages inclus dans M3 qui a été observé en 2009 a aussi été fortement influencé par l'accentuation de la pente de la courbe des rendements et par les améliorations enregistrées sur les marchés boursiers, ce qui a incité les ménages à se détourner des dépôts inclus dans M3 pour privilégier les actifs à long terme sans doute plus risqués non inclus dans M3. Ces remaniements peuvent avoir occulté des augmentations de l'encaisse monétaire de précaution induite par l'incertitude économique et financière générée par la faillite de Lehman Brothers. Cependant, dans la mesure où cette incertitude a affecté la situation du secteur bancaire et la sûreté des dépôts bancaires, quantité de ces encaisses supplémentaires peuvent avoir pris la forme de dépôts à long terme non inclus dans M3 après l'extension des garanties de l'État aux dépôts bancaires.

Le taux de croissance annuel des dépôts inclus dans M3 effectués par des intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (autres intermédiaires financiers ou AIF) a poursuivi son déclin en 2009, cédant plus de 18 points de pourcentage pour s'établir à -2,9% en décembre.

Graphique 7 Ventilation sectorielle des dépôts

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



Source : BCE

Ce net recul peut s'expliquer par la rapidité avec laquelle les AIF réagissent habituellement aux changements de configuration des taux d'intérêt, ainsi que par le repli des activités de titrisation, lesquelles entraînent la constitution, par les AIF, de dépôts auprès des IFM qui initient les crédits titrisés.

LA CROISSANCE DES CRÉANCES SUR LE SECTEUR PRIVÉ S'EST SENSIBLEMENT RALENTIE

S'agissant des contreparties de M3, le taux de croissance annuel des crédits consentis par les IFM aux résidents de la zone euro a continué à s'affaiblir en 2009, ressortant à 2,4% en décembre, alors qu'il se chiffrait encore à 6,9% en décembre 2008 (cf. graphique 8). Ce mouvement a essentiellement reflété un tassement marqué du taux de croissance annuel des crédits au secteur privé, tandis que celui des créances consenties aux administrations publiques a notablement augmenté.

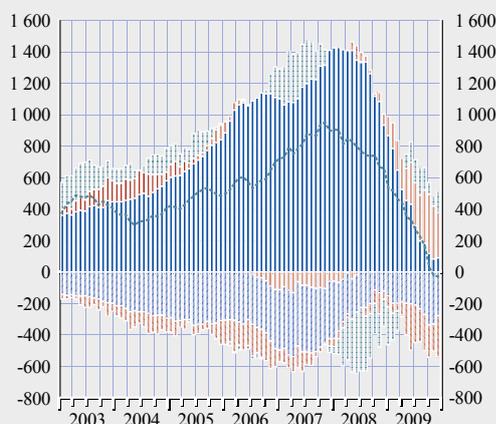
La progression du taux de croissance annuel des créances sur les administrations publiques a principalement résulté de fortes hausses de la détention de titres des administrations publiques par les IFM en 2009. Compte tenu de la configuration des taux d'intérêt, les titres des administrations publiques ont été considérés comme des opportunités de placements liquides et attractifs dans le contexte d'une demande de crédits languissante émanant du secteur privé et du sentiment, parmi les banques, que le risque de défaut de paiement de la part des emprunteurs s'était accru. En outre, ces titres sont apparus comme une opportunité de placements sûrs pouvant être aisément utilisée afin de garantir les opérations de liquidité de l'Eurosystème. Parallèlement, l'émission de titres par les administrations publiques a grimpé en 2009.

En revanche, le taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé a nettement reflué dans le courant de l'année, affichant un taux modeste de 0,7% en décembre. Ce mouvement a reflété les diminutions des taux de croissance annuels à la fois des titres de créance du secteur privé et des prêts consentis à ce dernier. Le taux de croissance annuel des avoirs des IFM en titres du secteur privé autres que les actions s'est contracté à mesure que s'estompait l'effet des opérations de titrisation retenue menées à grande échelle fin 2008 et début 2009². Cette pratique a revêtu une importance particulière au quatrième trimestre 2008, lorsque la BCE a procédé à des opérations à taux fixe dans le cadre desquelles la totalité des soumissions étaient servies, dans le but de fournir de la liquidité de banque centrale. En 2009, compte tenu de ce nouveau stock de titres et de la vive accumulation de titres de créance des administrations publiques, les IFM de la zone euro n'ont pas éprouvé le besoin de constituer des garanties supplémentaires et les opérations de titrisation retenue sont dès lors devenues de moins en moins fréquentes.

Graphique 8 Contreparties de M3

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

- Créances sur le secteur privé (1)
- Créances sur les administrations publiques (2)
- Créances nettes sur les non-résidents (3)
- Engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) (4)
- Autres contreparties (y compris capital et réserves) (5)
- M3



Source : BCE

Notes : M3 est indiqué à titre de référence uniquement (M3=1+2+3-4+5). Les engagements financiers à long terme (hors capital et réserves) étant des engagements du secteur des IFM, ils progressent avec un signe négatif.

² La « titrisation retenue » est une pratique consistant, pour les IFM ayant initié les prêts, à racheter une partie au moins des titres créés par le processus de la titrisation classique assortie d'une cession parfaite.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé, la principale composante des crédits au secteur privé, a continué à fléchir en 2009, devenant légèrement négatif au dernier trimestre. La dynamique à court terme fait apparaître que le recul régulier de ce taux de croissance annuel enregistré en 2009 a résulté à la fois de la brusque baisse observée au quatrième trimestre 2008 et de la faiblesse des flux enregistrés sur l'ensemble de l'année. En effet, le taux de croissance annualisé sur trois mois a oscillé autour de -0,5% tout au long de 2009 (cf. graphique 4). La prise en compte de l'influence baissière de la sortie des prêts du bilan des IFM dans le contexte des opérations de titrisation n'altère pas ce scénario, même si cette correction évite que le taux annuel et le taux à court terme deviennent négatifs. Cela étant, alors qu'il était significatif début 2009, l'écart entre les taux de croissance corrigé et non corrigé s'est constamment réduit au cours de l'année, traduisant le déclin de l'activité de titrisation.

Le ralentissement généralisé des prêts au secteur privé a concerné plusieurs secteurs détenteurs de monnaie, même si les évolutions ont varié d'un secteur à l'autre. Après avoir affiché un net repli au quatrième trimestre 2008, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a régressé à un rythme plus modéré au premier trimestre 2009 et est ensuite demeuré assez stable, autour de zéro, avant de s'inscrire en légère hausse à la fin de l'année. Cette amélioration découle principalement des prêts au logement. À l'inverse, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux sociétés non financières s'est fortement infléchi tout au long de l'année, revenant de 9,5% en décembre 2008 à -2,2% en décembre 2009. Si ce recul a été observé pour l'ensemble des échéances, il a été particulièrement marqué pour les échéances plus courtes, tandis que seuls les flux de prêts à longue échéance (c'est-à-dire ceux assortis d'une échéance supérieure à cinq ans) sont demeurés positifs tout au long de l'année. La contraction de l'encours des prêts à court terme peut traduire la diminution substantielle du volume des échanges commerciaux et du niveau des stocks en 2009. En outre, il est probable que les sociétés non

financières se soient partiellement tournées vers des prêts bancaires à long terme assortis d'un taux fixe dans le but de tirer profit de la faiblesse des taux d'intérêt. Parallèlement, en présence d'un degré d'incertitude accru, les entreprises qui ont accès au financement de marché peuvent avoir souhaité recourir davantage à ce dernier dans l'optique de réduire leur dépendance aux banques compte tenu des écarts minimes entre les taux des titres émis par les sociétés non financières et ceux appliqués aux prêts des IFM.

Il appert que ces évolutions affectant les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières témoignent de régularités historiques. Les mouvements des taux de croissance des prêts consentis aux ménages tendent à coïncider avec – voire à légèrement précéder – les points d'inflexion dans la croissance du PIB réel, tandis que les prêts consentis aux sociétés non financières semblent présenter un décalage de quelques trimestres par rapport aux évolutions du PIB. De telles régularités sont le reflet de plusieurs facteurs. D'une part, tant les taux d'intérêt que les prix de l'immobilier résidentiel ont tendance à fléchir lors de ralentissements de l'activité économique, ce qui induit une nouvelle demande de prêts au logement en provenance de certains ménages. D'autre part, les sociétés recourent traditionnellement au financement interne lorsque leurs flux de trésorerie s'améliorent en période de reprise et ne se tournent que plus tard vers le financement externe, ce qui pourrait expliquer le décalage que présentent les prêts aux sociétés non financières par rapport au PIB. Dans le même temps, une série de facteurs liés à l'offre peuvent également s'avérer pertinents. Ainsi, dans les premières phases d'une reprise, les banques préfèrent accroître les prêts qu'elles consentent aux ménages plutôt que ceux qu'elles accordent aux entreprises, étant donné que les prêts aux ménages (en particulier ceux au logement) jouissent de meilleures garanties³. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pointe un durcissement des critères d'octroi de crédits en 2009, même si ce dernier a perdu en

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

intensité au fil du temps. Si cette situation a traduit, dans une certaine mesure, des contraintes bilancielle, un accès réduit au financement externe ainsi qu'un resserrement de la liquidité, elle s'explique essentiellement par les fluctuations de la qualité de signature des emprunteurs, laquelle tend à baisser lors d'un repli de l'activité et à s'améliorer en temps de reprise.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM consentis aux AIF a continué à se ralentir, revenant de 10,1 % en décembre 2008 à 4,3 % en décembre 2009. Cette décélération marquée était probablement liée au fait que les investisseurs se sont massivement tournés vers des produits financiers plus traditionnels, ce qui a entraîné un recul généralisé des activités des AIF. La fermeture quasi totale du marché de la titrisation a constitué une évolution majeure à cet égard.

Parmi les autres contreparties de M3, le taux de croissance annuel des engagements financiers des IFM à plus long terme (hors capital et réserves) aux mains du secteur détenteur de monnaie a sensiblement progressé en cours d'année, pour s'établir à 5,8 % en décembre, contre 0,6 % fin 2008. Il a dès lors mis fin à la tendance baissière qu'il avait entamée au deuxième trimestre 2007. Cette hausse a principalement reflété la croissance plus forte non seulement des dépôts à plus long terme (c'est-à-dire les dépôts remboursables avec un

préavis supérieur à trois mois et ceux d'une durée supérieure à deux ans), mais aussi des titres de créance à plus long terme (c'est-à-dire ceux d'une durée supérieure à deux ans). Globalement, la progression des engagements financiers à plus long terme observée en 2009 traduit un glissement vers les échéances plus longues eu égard à la raideur de la courbe des rendements. Les garanties de l'État et l'amélioration de la confiance des marchés ont vraisemblablement concouru à la hausse de l'accumulation des titres de créance à plus long terme des IFM par les secteurs détenteurs de monnaie.

Enfin, s'agissant de la position extérieure des IFM de la zone euro, tant les créances que les engagements vis-à-vis des non-résidents ont été réduits en 2009 – le premier fléchissement en termes absolus de la position extérieure des IFM depuis 1999. Par conséquent, cette dernière a progressé de 135 milliards d'euros, étant donné que le recul des engagements a dépassé celui des créances. La baisse tant des créances que des engagements découle de la diminution au bilan des IFM des positions interbancaires transfrontières s'inscrivant dans le contexte d'un processus plus général de réduction du levier d'endettement. Pour une analyse détaillée des évolutions du bilan des IFM en 2009 et de leurs implications pour les crédits au secteur privé, cf. encadré 3.

Encadré 3

LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DU BILAN DES BANQUES ET LEURS IMPLICATIONS SUR LES PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ

Dans la foulée de l'intensification des turbulences financières pendant les derniers mois de 2008, les IFM de par le monde ont dû faire face à une pression croissante afin qu'elles diminuent la taille de leur bilan. Les IFM de la zone euro n'ont pas fait exception et ont réduit leurs principaux actifs de 329 milliards d'euros (ce qui représente un recul de 1,1 %) en 2009¹. Cette baisse, la première depuis 1999, a permis de diminuer quelque peu le taux d'endettement élevé observé

¹ Les principaux actifs comprennent tous les actifs figurant au bilan à l'exception des actifs immobilisés, des autres créances et des titres d'OPC monétaires.

entre 2004 et mi-2008. Dans ce contexte, le présent encadré analyse la mesure dans laquelle les prêts consentis au secteur privé – la principale source de financement des sociétés et des ménages – ont été affectés par ce phénomène de désendettement en 2009.

Considérations relatives à l'ajustement du bilan des banques

Eu égard aux pressions associées aux turbulences sur les marchés financiers qui se sont exercées sur les ratios de fonds propres et les positions de financement, les banques ont été confrontées en 2009 à une combinaison complexe de considérations concernant l'ajustement de leur bilan. S'agissant de leur financement, les banques ont subi l'influence négative de l'appréhension croissante des investisseurs et des majorations des coûts de financement qui en ont résulté, une situation qui a davantage exacerbé les tensions à l'égard de leurs positions en fonds propres en raison à la fois de reculs du prix des actifs et de pertes de crédit. Toute banque qui se retrouve dans un tel cas de figure est forcée de réduire son ratio d'endettement, soit en dégageant des fonds propres supplémentaires, soit en diminuant ses actifs. En temps de turbulences financières, ce désendettement prend principalement la forme de réductions des actifs, étant donné que dans le cas contraire, il conviendrait de dégager des montants considérables dans un court laps de temps en présence d'une aversion accrue pour le risque, qui accroîtrait encore le coût des fonds propres. Traditionnellement, le délestage d'actifs s'effectue en procédant à une cession d'actifs non stratégiques dans le but d'acquiescer de la liquidité et de minimiser l'exposition aux actifs risqués. Les différentes sources de liquidité sont régies par un ordre de préférence. Généralement, une banque liquide dans un premier temps ses actifs à court terme, puis ses actifs sur l'étranger et, enfin, ses actifs à long terme². Aussi, en tant qu'actifs à long terme, les prêts consentis aux sociétés et aux ménages figurent au bas de la liste. D'ordinaire, ces actifs ne peuvent être réduits que par le resserrement de l'octroi de crédits et par le remboursement des prêts en cours. De plus, les modèles basés sur une relation soutenue avec la clientèle, répandus dans le système bancaire de la zone euro, constituent un incitant supplémentaire afin que les banques s'abstiennent de se délester de prêts. Dans la pratique, compte tenu de la complexité de ces considérations, il est probable que l'ordre de préférence soit appliqué avec un certain degré d'hétérogénéité au sein du secteur des IFM. Des considérations structurelles (comme le fait de se recentrer sur les activités de base ou de ne plus recourir au financement international) pourraient renforcer cet ordre de préférence lorsqu'il s'agit de diminuer la taille du bilan, tandis que des conditions de financement temporaires (telles que la possibilité d'obtenir de la liquidité de banque centrale) pourraient amener les IFM à préférer accroître leur détention de titres une fois la phase initiale du processus de désendettement passée.

L'essentiel de l'ajustement a pris la forme d'une contraction du crédit bancaire

L'allègement du bilan agrégé des IFM observé en 2009 n'a pas affecté toutes les classes d'actifs dans les mêmes proportions. Le recul de 329 milliards d'euros des principaux actifs des IFM s'explique par les réductions considérables (respectivement de 440 et 366 milliards d'euros) des créances sur les non-résidents et des crédits consentis aux IFM de la zone euro, tandis que les crédits accordés aux résidents de la zone euro (tant le secteur privé que les administrations publiques) ont affiché une progression de 379 milliards d'euros (cf. graphique A). Une grande partie de la contraction des créances sur les non-résidents s'explique par la diminution des avoirs vis-à-vis des banques étrangères et reflète en particulier l'appauvrissement des flux de capitaux

² Pour plus de détails concernant l'ordre de préférence, cf. F. Allen et D. Gale, *Financial contagion*, Journal of Political Economy, vol. 108, n° 1, 2000

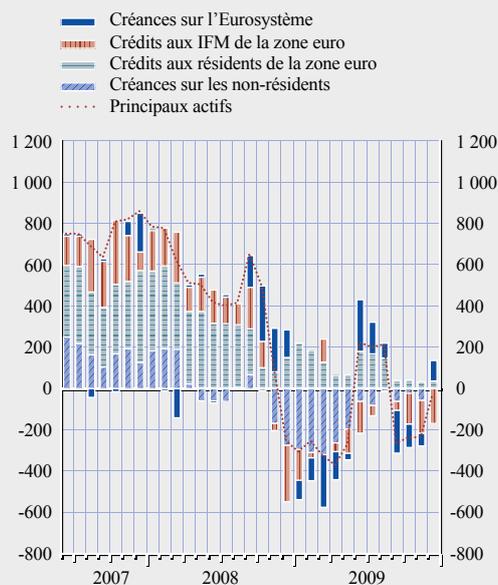
considérables à destination des centres financiers qui s'est opéré préalablement à l'apparition des turbulences financières³. Dès lors, c'est globalement l'activité interbancaire qui a payé le plus lourd tribut à l'ajustement du bilan. Environ un tiers du repli des positions de crédit vis-à-vis des IFM de la zone euro est imputable à une baisse des créances des IFM sur l'Eurosystème, vraisemblablement due à l'interruption des hausses prononcées de ces créances en septembre et octobre 2008 en raison des mesures de soutien renforcé du crédit adoptées par la BCE. Un autre tiers a été compensé par l'accroissement de la détention de titres émis par des IFM de la zone euro.

Le crédit au secteur privé a été moins affecté

S'agissant des crédits aux résidents de la zone euro, l'essentiel de la croissance observée en 2009 s'explique par l'augmentation sensible (de 251 milliards d'euros au total) de la détention de titres émis par les administrations publiques. L'accumulation de ces titres a été favorisée par la configuration des taux d'intérêt au cours de l'année, qui a fourni de belles opportunités de profit. Les placements en titres émis par les administrations publiques ont également offert d'autres avantages. Premièrement, ces titres ont permis aux banques d'investir temporairement leurs ressources disponibles dans des actifs liquides relativement bien rémunérés compte tenu à la fois de la demande limitée de prêts et d'un sentiment, parmi les banques, que le risque de défaut des emprunteurs s'était accru. Deuxièmement, ils se sont présentés comme une opportunité de placements sûrs et commodes assortis de faibles exigences en fonds propres dans un contexte où les banques cherchent à réduire le risque moyen de leurs portefeuilles. Les crédits au secteur privé non financier, qui comprennent les crédits accordés aux ménages et aux sociétés sous la forme de prêts comme de titres (hors actions) et constituent le principal poste du bilan des IFM, ont accusé un recul de 72 milliards d'euros en 2009 (cf. graphique B). Cette contraction a été relativement modeste au regard de la réduction généralisée du bilan des IFM de la zone euro, si bien que les crédits au secteur privé non financier exprimés en pourcentage des principaux actifs des IFM se sont légèrement accrus. Toutefois, ce recul du crédit au secteur privé non financier, qui découle d'une baisse des prêts, a été plus que compensé par une augmentation (de 122 milliards d'euros) de la détention de titres émis par les intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension. Une grande partie de la détention accrue de titres par les IFM s'explique par les opérations de titrisation retenue menées au premier semestre de l'année, dans le cadre desquelles les titres créés à partir des prêts qui étaient sortis du bilan des IFM ont été rachetés par les IFM concernées, souvent dans le but de les utiliser en guise de garantie pour les opérations de crédit de l'Eurosystème.

Graphique A Ventilation sectorielle des principaux actifs détenus par les IFM de la zone euro (hors actions et autres participations)

(flux trimestriels ; montants en milliards d'euros ; corrigés des variations saisonnières)



3 Cf. l'encadré intitulé *Le rôle des créances et des engagements sur l'extérieur des IFM dans le processus récent de désendettement* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2009

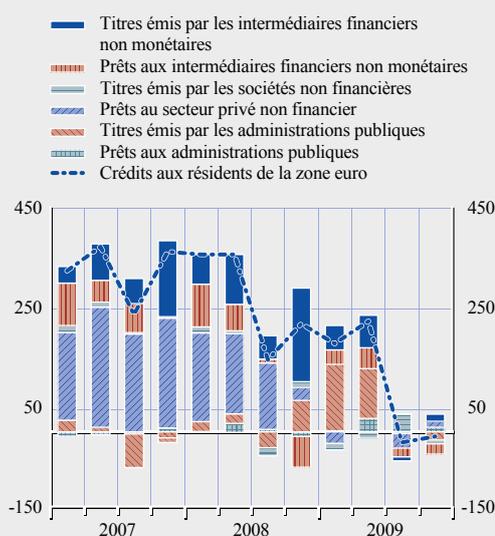
Par conséquent, la diminution des prêts octroyés au secteur privé non financier a reflété non pas un fléchissement à proprement parler, mais plutôt le réaménagement des postes du bilan.

Pour ce qui est de la ventilation par instrument, les efforts fournis par les banques en vue d'améliorer leur liquidité en renforçant leurs positions en titres de créance constitue une caractéristique claire et distincte du processus d'ajustement du bilan mené en 2009. L'acquisition de titres émis par les administrations publiques, le remplacement des prêts que les IFM s'accordent mutuellement par des titres émis par ces dernières et la titrisation de plusieurs parties de leurs portefeuilles de prêts (des ajustements bilanciels d'une valeur totale de 387 milliards d'euros) ont permis aux banques d'obtenir de la liquidité de l'Eurosystème.

Globalement, la réduction de la taille du bilan des IFM de la zone euro s'est concentrée sur les positions des IFM entre elles (les positions vis-à-vis des IFM tant nationales qu'étrangères ayant diminué). Cette évolution semble avoir principalement reflété l'interruption de l'accumulation d'actifs préalablement aux turbulences. Tout comme l'accroissement de ces positions peut avoir facilité l'offre robuste de crédits au reste de l'économie, la contraction des positions des IFM entre elles peut avoir exercé une influence négative sur le crédit bancaire au secteur privé. Dans l'ensemble, le caractère limité des variations observées en 2009 concernant les prêts aux entreprises et aux ménages dans le contexte de la réduction significative de la taille du bilan des IFM de la zone euro suggère que les banques se sont concentrées sur le crédit, leur activité de base.

Graphique B Crédits aux résidents de la zone euro (hors actions et autres participations)

(flux trimestriels; montants en milliards d'euros; non corrigés des variations saisonnières)



LES CONDITIONS SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE SE SONT AMÉLIORÉES

Les tensions régnant sur le marché monétaire de la zone euro ont continué de se relâcher en 2009, à mesure que les conditions revenaient à la normale après que la crise financière s'était intensifiée en septembre 2008. Cela s'est traduit par des baisses significatives des taux et des écarts sur le marché monétaire. Plus particulièrement, les écarts entre les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc se sont considérablement réduits par rapport au sommet qu'ils avaient atteint en octobre 2008, tout en demeurant élevés dans une perspective historique.

Cette amélioration de la situation sur le marché monétaire de la zone euro a essentiellement été imputable au volume exceptionnel des liquidités que la BCE a fournies aux banques de la zone euro, à la sensible réduction des taux d'intérêt directeurs de la BCE suite à l'aggravation de la crise financière à l'automne 2008 et aux interventions des gouvernements de la zone euro destinées à soutenir les institutions financières en difficulté. L'Eurosystème a continué de fournir des liquidités en abondance au système financier tout au long de 2009, menant toutes ses opérations de refinancement par voie d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Les trois opérations de refinancement à plus long

terme d'une durée d'un an – menées en juin, septembre et décembre 2009 – ont notamment joué un rôle de catalyseur dans l'amélioration de la position de liquidité des banques à plus long terme, favorisant ainsi le resserrement des écarts de taux à terme sur le marché monétaire, tout en contribuant à soutenir l'octroi par les banques de crédits à l'économie réelle.

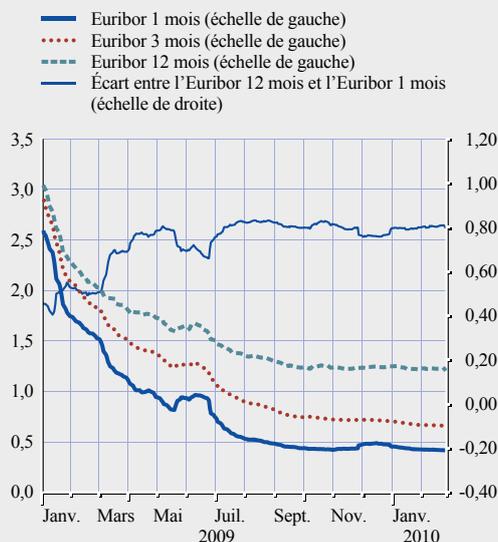
Les taux d'intérêt des prêts interbancaires garantis et en blanc ont baissé pour toutes les échéances en 2009. Le rythme de ce recul s'est progressivement ralenti, les taux d'intérêt retombant à des planchers records vers la fin de l'année. Des hausses n'ont été observées qu'entre fin mai et la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an, qui a été menée le 24 juin par voie d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Au cours de cette période, l'excédent de liquidité, mesuré comme la différence entre le niveau total de liquidité et le besoin effectif de liquidité du système, s'est sensiblement contracté préalablement à l'opération d'une durée d'un an, les banques préférant faire appel au financement de plus longue durée (à savoir un an) de la BCE, libérant ainsi les garanties utilisées dans le cadre d'opérations à plus court terme arrivant à échéance. Il en a résulté des hausses temporaires des taux du marché monétaire, les taux des *swaps* au jour le jour et, dans une moindre mesure, les taux des opérations en blanc à court terme augmentant plus vivement. L'Eonia a notamment progressé de quelque 25 points de base entre le 7 mai (date à laquelle la série d'opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an ont été annoncées) et le 24 juin (lorsque l'Eurosystème a procédé à la première de ces opérations). L'Euribor 1 mois a lui aussi remonté, fût-ce avec un certain décalage et dans une moindre mesure, gagnant quelque 11 points de base entre le 19 mai et le 23 juin. Après qu'un montant considérable de 442,2 milliards d'euros avait été alloué lors de la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an, le 24 juin, l'excédent de liquidité est reparti à la hausse, atteignant de nouveaux plafonds records.

Dès lors, les taux du marché monétaire se sont à nouveau repliés, quasi immédiatement, sur les marchés garantis comme en blanc. Ils sont repassés sous les niveaux qu'ils avaient atteints début mai et n'ont pas tardé à retomber à des niveaux historiquement bas, auxquels ils se sont maintenus par la suite.

Plus particulièrement, si on examine les taux à trois mois en blanc, l'Euribor 3 mois avoisinait 2,8% début janvier 2009, soit un niveau déjà largement inférieur au sommet de 5,4% qu'il avait atteint en octobre 2008. Il s'est ensuite encore réduit, revenant juste sous 0,7% fin février 2010. La pente de la courbe des rendements du marché monétaire, mesurée par l'écart entre l'Euribor 12 mois et l'Euribor 1 mois, s'est accentuée courant 2009, tout en faisant montre d'une certaine volatilité durant cette période. Cet écart est passé d'un plancher de 41 points de base début 2009 à un sommet de 83 points de base en juillet, août et octobre; il s'est ensuite très légèrement rétréci, s'établissant à quelque 80 points de base fin février 2010.

Graphique 9 Taux des prêts interbancaires en blanc

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



Sources : BCE et Reuters

S'agissant du compartiment garanti du marché monétaire, l'Eurepo 3 mois avoisinait 1,8% début janvier 2009, soit également un niveau sensiblement inférieur au pic de 4,4% qu'il avait atteint fin septembre 2008. Il a ensuite baissé, revenant juste sous 0,4% fin février 2010.

Dès lors, l'écart entre les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc s'est progressivement resserré en cours d'année, tout en faisant montre d'une certaine volatilité. Il est retombé à des niveaux relativement faibles par rapport aux écarts observés au second semestre 2007, durant les premières phases des turbulences financières, mais est demeuré élevé dans une perspective historique. L'écart entre l'Euribor 3 mois et l'Eurepo 3 mois s'est réduit, revenant d'un sommet de 109 points de base début janvier à 31 points de base en fin d'année et à 29 points de base fin février 2010 (cf. graphique 10).

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

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

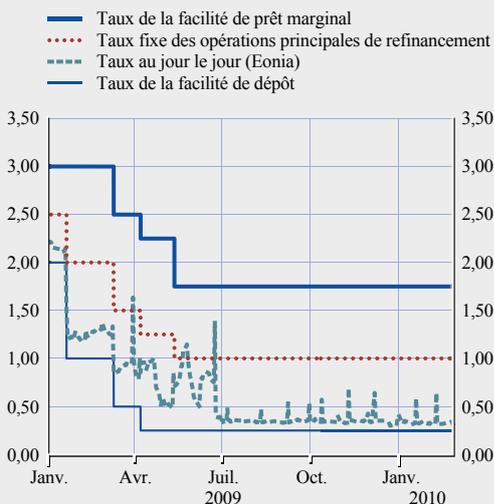


Sources : BCE, Bloomberg et Reuters

En ce qui concerne les taux à très court terme du marché monétaire, l'évolution de l'Eonia reflète dans une large mesure le volume des liquidités que l'Eurosystème fournit généreusement aux banques de la zone euro depuis octobre 2008. Au premier semestre 2009, jusqu'à la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an menée fin juin, l'évolution de l'Eonia a présenté trois caractéristiques principales. D'abord, il a sensiblement diminué après que les taux d'intérêt de la BCE avaient été une nouvelle fois abaissés au cours de cette période. Ensuite, à de rares exceptions près, il est, en raison de l'excédent de liquidité du système, demeuré largement inférieur au taux fixe des opérations principales de refinancement et à celui des opérations de refinancement à plus long terme de l'Eurosystème, les liquidités étant fournies par voie d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un, trois et six mois. Enfin, en raison des constantes fluctuations de l'excédent de liquidité disponible dans le cadre du système, l'Eonia est demeuré très volatil. Par contraste, après qu'un montant de 442,2 milliards d'euros avait été alloué lors de l'opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an menée le 24 juin, laquelle garantissait que l'excédent de liquidité serait abondant pendant longtemps, l'Eonia s'est stabilisé à des niveaux qui étaient en moyenne supérieurs de quelque 10 points de base au taux de la facilité de dépôt, niveaux auxquels il est resté jusque fin février 2010. De légères pointes observées le dernier jour de chaque période de constitution des réserves, lors d'opérations de réglage fin visant à retirer de la liquidité, ont constitué les seules exceptions. Les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an qui ont ensuite été menées en septembre et en décembre, dans le cadre desquelles des montants de respectivement 75,2 et 96,9 milliards d'euros ont été alloués, ont également contribué à maintenir l'Eonia relativement stable jusque février 2010 (cf. graphique 11).

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

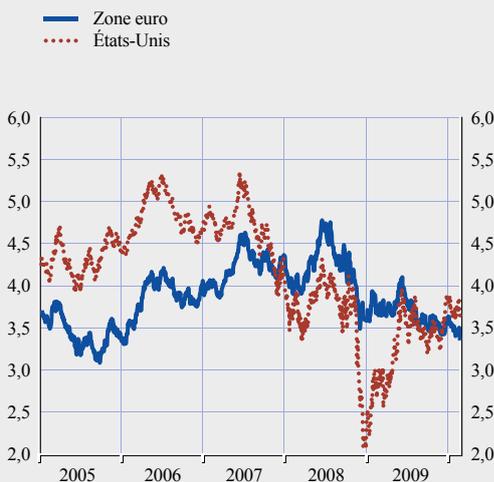
(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE, Bloomberg et Reuters

Graphique 12 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : Bloomberg, EuroMTS, Reuters, BCE

Notes : Avant janvier 2007, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro sont ceux des emprunts à dix ans ou ceux dont l'échéance s'en rapproche le plus. À compter de janvier 2007, le rendement des emprunts à dix ans de la zone euro est représenté par la courbe des taux au pair à dix ans tirée de la courbe des rendements des obligations d'État de la zone euro notées AAA telle qu'estimée par la BCE. Pour les États-Unis, les rendements des emprunts publics sont ceux des emprunts assortis d'une échéance de dix ans.

LES RENDEMENTS DES EMPRUNTS PUBLICS DANS LA ZONE EURO SONT RESTÉS À DES NIVEAUX FAIBLES

Après avoir enregistré des mouvements limités au cours de l'année, les rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro ont terminé l'année 2009 à des niveaux proches de ceux de fin 2008, contrastant fortement avec la situation observée aux États-Unis, où ils ont augmenté de manière significative. Début 2009, les rendements des obligations souveraines à dix ans atteignaient, de part et d'autre de l'Atlantique, des niveaux faibles par rapport aux moyennes historiques, à la suite de réductions considérables des taux directeurs, de révisions à la baisse des risques d'inflation et d'un mouvement important de report sur des valeurs sûres, à l'avantage des titres publics et au détriment des actifs risqués. Les rendements à long terme aux États-Unis ont subi un recul particulièrement prononcé vers fin 2008, de sorte qu'ils ont entamé l'année 2009 au niveau le plus bas de ces quatre dernières décennies. Rétrospectivement, le repli des rendements aux États-Unis au quatrième trimestre 2008 peut être interprété comme une conséquence de préoccupations déflationnistes excessives. Les rendements obligataires américains ont en effet affiché un net rebond au premier semestre 2009. Les rendements des emprunts publics dans la zone euro, qui n'avaient pas régressé de manière aussi sensible précédemment, ont enregistré une hausse beaucoup moins forte durant cette période (cf. graphique 12). Après avoir légèrement diminué par rapport à leurs sommets de la mi-juin, les rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro et aux États-Unis ont atteint respectivement 3,6 et 3,9% vers fin 2009.

La forte progression généralisée des rendements américains a comblé l'écart entre ceux-ci et les rendements de la zone euro, observé fin 2008, de sorte que les rendements américains à dix ans ont finalement dépassé leurs équivalents dans la zone euro fin 2009. Dans l'ensemble, les écarts de rendement des obligations souveraines au sein de la zone euro se sont considérablement réduits à partir de mars, après avoir atteint de nouveaux sommets au début de l'année. Ils ont toutefois

terminé l'année à des niveaux bien supérieurs à ceux d'avant la crise, sur fond de résurgence des inquiétudes relatives à la solvabilité des États.

Globalement, l'évolution des rendements des emprunts publics à long terme peut être interprétée comme le résultat net de deux groupes de déterminants. D'une part, des perspectives macroéconomiques favorables, matérialisées par un volume considérable d'offre nouvelle en termes de dette souveraine, ont exercé des pressions à la hausse sur les rendements des emprunts publics. Les anticipations relatives à l'offre de dette ont, à leur tour, résulté des exigences qu'ont posées les gouvernements en échange du financement des mesures de sauvetage à grande échelle qu'ils ont prises en faveur d'institutions financières et de leurs plans de relance, ainsi que des anticipations d'un recul des recettes fiscales dû à la récession et d'une augmentation des versements des allocations de chômage. D'autre part, ces facteurs ont coïncidé avec une demande relativement importante de titres publics émanant d'investisseurs du secteur privé. Dans la zone euro, les taux directeurs de la BCE ont, en outre, été considérablement réduits entre les mois de janvier et mai. Enfin, aux États-Unis, le vaste programme d'achat d'emprunts publics américains à long terme lancé par la Réserve fédérale a temporairement contribué à freiner la progression des rendements des obligations à long terme.

Début 2009, les principaux marchés obligataires ont encore été largement affectés, comme d'autres segments du marché financier, par les préoccupations et les incertitudes des investisseurs relatives à la fragilité du secteur financier, ainsi qu'à la longueur et à la gravité de la récession mondiale. Les taux directeurs devraient se maintenir à de faibles niveaux durant une période relativement longue de part et d'autre de l'Atlantique, comme le montrent les taux futurs et anticipés. Toutefois, le recul des rendements des emprunts publics observé au second semestre 2008 s'est arrêté début 2009. À ce moment, les investisseurs sur les marchés obligataires ont visiblement limité leurs mouvements de report sur des valeurs sûres,

ou même inversé ceux-ci, et ils semblaient également moins préoccupés quant à l'existence de pressions déflationnistes. Les investisseurs ont, en outre, de plus en plus pris conscience que les besoins de financement des pouvoirs publics seraient considérables à l'avenir. En effet, les mesures de soutien mises en œuvre des deux côtés de l'Atlantique ont renforcé la nécessité pour les pouvoirs publics d'engager des dépenses de montants potentiellement élevés dans le futur.

Lorsque les rendements à dix ans aux États-Unis ont atteint un sommet de 4% à la mi-2009, ils avaient progressé de quelque 175 points de base par rapport à leur niveau de décembre 2008. Cette hausse des rendements a été interrompue par une chute historique de 48 points de base, en l'espace d'un seul jour, des rendements obligataires américains à long terme, qui s'est produite le 18 mars après l'annonce par la Réserve fédérale d'un vaste programme d'achat de titres du Trésor. Cependant, les rendements américains à long terme ont rapidement repris leur progression. Les effets du programme d'achat et d'autres mesures d'assouplissement quantitatif ont été plus que compensés par l'incidence des attentes des investisseurs anticipant des besoins de financement des pouvoirs publics américains considérables à l'avenir et par l'inversion de leurs mouvements antérieurs de report sur des valeurs sûres. De manière remarquable, la nette augmentation des rendements des emprunts publics à long terme aux États-Unis a contrebalancé le recul sensible observé fin 2008.

Les rendements obligataires de la zone euro, en revanche, ont progressé de manière plus modérée au premier semestre de l'année, en hausse d'environ 35 points de base à la mi-juin. Alors que l'inversion des mouvements de report sur des valeurs sûres a vraisemblablement aussi été à l'origine de l'amélioration des rendements obligataires dans la zone euro, la pression haussière émanant du risque souverain sur les rendements obligataires s'est quelque peu atténuée à partir de mars. En effet, après avoir atteint des sommets en février et au début

mars, les écarts de rendement des obligations souveraines (par rapport aux obligations de l'État fédéral allemand) et les primes respectives des *swaps* de défaut ont enregistré une correction sensible à la baisse, pour descendre à leurs niveaux les plus bas au mois d'août.

Au second semestre de l'année, les rendements des emprunts publics à long terme ont emprunté une légère tendance baissière de part et d'autre de l'Atlantique. Toutefois, en décembre, les rendements des obligations à long terme aux États-Unis ont augmenté de 60 points de base, probablement à la suite de l'achèvement du programme d'achat de la Réserve fédérale. Dans la zone euro, le volume important d'émissions a répondu à une demande massive d'actifs peu risqués, reflétant des inquiétudes récurrentes parmi les intervenants de marché concernant la fragilité de la reprise économique en cours. Les craintes liées aux futurs besoins de financement des émetteurs souverains ont clairement refait surface après la révision, par le gouvernement grec, de son déficit public début octobre et la dégradation qui s'en est suivie de la notation de sa dette publique par trois grandes agences de notation. Dans ce contexte, les écarts de rendement des emprunts publics grecs ont rattrapé les sommets atteints au début de l'année, alors que les écarts de rendement de la plupart des emprunts d'État des autres pays de la zone euro étaient beaucoup moins affectés (cf. encadré 7). Pour ce qui est de la dette publique notée AAA, les rendements à dix ans dans la zone euro ont terminé l'année aux alentours de 3,6 %, soit un niveau historiquement bas. Dans le même temps, les niveaux des taux à court terme étaient nettement plus faibles, de sorte qu'à la fin de l'année, la pente de la courbe des rendements de la zone euro était exceptionnellement raide.

Contrairement aux taux d'intérêt nominaux à long terme, les rendements réels des emprunts publics dans la zone euro ont affiché une nette tendance baissière au cours de l'année, diminuant de 100 et 45 points de base pour les échéances à cinq et à dix ans respectivement. En conséquence,

le rendement anticipé des obligations indexées sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans est globalement resté inchangé. Une interprétation courante serait de dire que ces profils ont reflété des perspectives macroéconomiques de plus en plus sombres à court terme et assez moroses à plus long terme, telles qu'elles sont perçues par les investisseurs sur les marchés obligataires de la zone euro. Néanmoins, il convient d'appréhender avec prudence les évolutions observées au cours de 2009 sur les marchés des obligations indexées sur l'inflation, ces marchés ayant été fortement perturbés fin 2008, ce qui constitue le signe de rendements anormalement élevés dans un contexte de crise économique. Au cours de 2009, les conditions de liquidité se sont quelque peu améliorées pour toutes les échéances. De plus, les déséquilibres entre demande et offre (en particulier pour les échéances plus longues) se sont réduits. Alors qu'il n'y avait quasiment aucune offre de dette à long terme indexée sur l'inflation au premier semestre 2009, celle-ci a finalement repris et devrait encore augmenter en 2010. Même si les conditions de marché se sont quelque peu normalisées, elles n'ont pas encore entièrement retrouvé un fonctionnement harmonieux.

Cette notion de prudence s'applique également à l'interprétation de l'évolution des points morts d'inflation (c'est-à-dire la différence entre les rendements obligataires nominaux et réels de même maturité). Dans des conditions normales de marché, ces points morts reflètent, dans une large mesure, les anticipations d'inflation des investisseurs et les primes de risque d'inflation qui y sont liées. Néanmoins, les processus d'ajustement décrits ci-dessus sur les marchés des obligations indexées sur l'inflation rendent cette interprétation plus malaisée et montrent l'importance de prendre en considération les facteurs techniques de marché afin d'appréhender les mouvements des points morts d'inflation. En conséquence de l'évolution des rendements obligataires nominaux et réels, les points morts d'inflation au comptant à cinq et à dix ans ont augmenté de respectivement 90 et 80 points de base

en 2009, pour s'établir à quelque 2 et 2,4 % à la fin de l'année (cf. graphique 13). Dès lors, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans a progressé de 70 points de base et a terminé l'année à 2,8 %. Eu égard à la volatilité toujours élevée des points morts d'inflation au comptant et anticipés, ces chiffres ne sont pas incompatibles avec des anticipations d'inflation à moyen et à long termes solidement ancrées. En effet, les taux anticipés correspondants dérivés des instruments de *swap*, qui sont nettement moins volatils, ont affiché une hausse limitée à 15 points de base. En outre, les anticipations d'inflation issues des enquêtes (du Consensus économique) pour les horizons de moyen à long termes sont également restées remarquablement stables à 1,9 % tout au long de 2009.

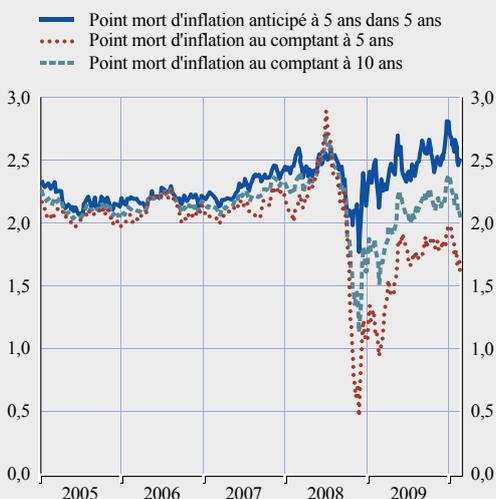
L'incertitude relative à l'évolution future du prix des obligations, reflétée par les volatilités implicites sur option, a sensiblement diminué au cours de l'année. Par rapport aux niveaux exceptionnellement élevés atteints fin 2008, la volatilité des marchés obligataires s'est réduite

approximativement de moitié des deux côtés de l'Atlantique. Néanmoins, les niveaux de volatilité à la fin de l'année étaient toujours supérieurs à ceux observés avant le déclenchement de la crise financière en 2007, traduisant l'incertitude quant à l'ampleur des besoins de financement futurs des pouvoirs publics et à la vigueur de la reprise macroéconomique.

Durant les deux premiers mois de 2010, les rendements obligataires à long terme dans la zone euro et aux États-Unis se sont repliés de quelque 25 points de base, s'établissant respectivement à environ 3,4 et 3,6 % le 26 février. Si les rendements de la dette souveraine bénéficiant de la notation la plus élevée se sont inscrits en léger recul dans la zone euro, les préoccupations grandissantes des marchés relatives à la soutenabilité de la situation budgétaire de certains pays ont entraîné une nette progression des rendements obligataires à long terme de ces émetteurs souverains. Dès lors, les écarts de rendement des obligations souveraines dans certains pays de la zone euro se sont encore accentués. C'est en Grèce que l'écart de rendement s'est le plus élargi : l'écart entre les emprunts publics grecs à long terme et les emprunts publics allemands s'est en effet accru de près de 100 points de base entre fin décembre 2009 et fin février 2010. Durant la même période, les points morts d'inflation au comptant à cinq et à dix ans dans la zone euro ont baissé d'environ 35 points de base, pour s'établir respectivement à quelque 1,6 et 2 % fin février 2010. Par conséquent, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans s'est réduit de 30 points de base, atteignant 2,5 % fin février 2010.

Graphique 13 Points morts d'inflation calculés à partir des obligations zéro coupon de la zone euro

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



Sources : Reuters et calculs de la BCE

LES COURS BOURSIERS DE LA ZONE EURO SE SONT INSCRITS EN NETTE HAUSSE

Au cours des deux premiers mois de 2009, les cours des actions ont continué à se replier ; ils ont ensuite affiché un rebond impressionnant durant le reste de l'année partout dans le monde. Cette hausse s'explique par le retour de la confiance et par le recul de l'aversion pour le risque des investisseurs, une situation largement imputable

aux mesures de soutien à grande échelle prises par les gouvernements et les banques centrales. Par rapport aux niveaux de fin 2008, les indices des principaux marchés boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon ont progressé d'environ 23, 23 et 19% respectivement. Alors qu'ils avaient été très faibles, les cours des actions du secteur financier de la zone euro ont enregistré une hausse particulièrement prononcée. L'augmentation des cours boursiers a résulté de l'amélioration des perspectives de bénéfices des entreprises, du niveau favorable (peu élevé) des taux d'intérêt réels et d'une diminution sensible de la prime de risque sur les actions (c'est-à-dire la compensation exigée par les investisseurs pour rémunérer le risque propre aux placements en actions). La volatilité sur les marchés boursiers s'est réduite environ de moitié par rapport à fin 2008.

Durant les deux premiers mois de 2009, les marchés boursiers des principales économies ont poursuivi leur mouvement de recul amorcé en 2008 (cf. graphique 14). L'aversion pour le risque des investisseurs est restée importante et la volatilité des marchés boursiers s'est établie à des niveaux légèrement plus élevés que fin 2008 (cf. graphique 15). Le climat sur les marchés boursiers s'est finalement amélioré début mars, porté par les nouvelles économiques positives et par une confiance grandissante dans les mesures prises par les gouvernements et les banques centrales. Des nouvelles encourageantes sur les résultats des banques américaines ont été parmi les premières à donner une impulsion aux marchés. Plusieurs mesures visant à juguler la crise économique et financière, débattues lors du Conseil européen de Bruxelles en mars et de la réunion du G20 de Londres en avril, ont été bien accueillies par les intervenants de marché et ont continué de renforcer la confiance des investisseurs.

Dans la zone euro, des nouvelles favorables concernant les anticipations des consommateurs et des chefs d'entreprise (par exemple, l'amélioration de la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs dans l'enquête de la Commission européenne) ont

Graphique 14 Principaux indices boursiers

(indices en nouvelle base : 30 décembre 2008 = 100 ; données quotidiennes)

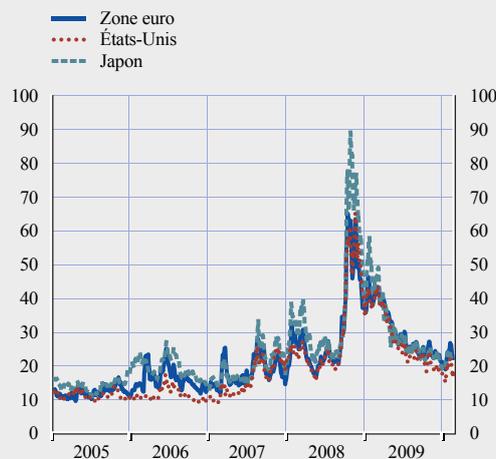


Sources : Reuters et Thomson Financial Datastream

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 Volatilité implicite des marchés boursiers

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



Source : Bloomberg

Notes : La série de volatilité implicite représente l'écart type anticipé de la variation en pourcentage des cours des actions, sur une période n'excédant pas trois mois, ressortant des prix des options sur indices boursiers. Les indices boursiers auxquels ont trait les volatilités implicites sont le Dow Jones EuroStoxx 50 pour la zone euro, le Standard & Poor's 500 pour les États-Unis et le Nikkei 225 pour le Japon.

également soutenu les cours des actions au premier semestre 2009. Néanmoins, l'incertitude relative à l'état réel du système financier a constitué un facteur majeur tendant à freiner l'euphorie sur les marchés boursiers. C'est pourquoi les mesures des banques centrales visant à soutenir le secteur bancaire ont été bien accueillies par les intervenants sur les marchés boursiers.

La hausse des cours boursiers s'est poursuivie au troisième trimestre 2009, portée par des nouvelles économiques globalement positives et par le recul de l'aversion pour le risque ; toutefois son rythme s'est quelque peu ralenti au dernier trimestre. Fin novembre, les marchés boursiers ont été négativement influencés par l'annonce qu'une société holding du gouvernement de Dubaï avait demandé à ses créanciers un moratoire de six mois sur sa dette. L'effet sur les marchés boursiers, qui a été de courte durée, a très probablement reflété l'inquiétude persistante des marchés concernant la fragilité des bilans publics et privés. Avec du recul, lorsqu'on considère le net rebond des cours des actions en 2009, il convient de se rappeler qu'ils partaient de niveaux très bas. À la fin de l'année, les cours boursiers dans la zone euro et aux États-Unis étaient toujours inférieurs de 37 et 26% respectivement à leurs niveaux de fin juin 2007. La volatilité sur les marchés boursiers s'est aussi nettement normalisée durant l'année, même si elle est toujours restée légèrement supérieure aux niveaux antérieurs à la crise.

La progression des cours des actions a été soutenue, dans une certaine mesure, par l'amélioration des perspectives de croissance des bénéfices à court terme. S'agissant des sociétés composant l'indice Dow Jones EuroStoxx, le taux de croissance annuel attendu des bénéfices par action à douze mois a atteint un plancher historique de près de -4% au printemps, mais il s'est ensuite inscrit en nette hausse, pour s'établir à 30% en décembre. Toutefois, ces perspectives favorables ne représentent qu'un rebond partiel par rapport à l'effondrement des bénéfices effectifs. Ceux-ci

ont chuté de quelque 35% entre décembre 2008 et décembre 2009.

D'un point de vue sectoriel, dans la zone euro, l'augmentation des cours des actions des sociétés financières a atteint 31%, alors que celle des sociétés non financières a été limitée à 19%. Aux États-Unis, depuis mars, les cours des actions des sociétés financières ont également davantage progressé que ceux des sociétés non financières, mais sur l'ensemble de l'année, c'est le mouvement inverse qui est observé (27% pour les sociétés non financières, contre 14% pour les sociétés financières).

Début 2010, les cours boursiers ont poursuivi leur tendance haussière jusque mi-janvier environ. Ensuite, les indices boursiers larges ont quelque peu reculé de part et d'autre de l'Atlantique et la volatilité implicite s'est temporairement amplifiée. Notamment les préoccupations des marchés relatives aux finances publiques et une diminution subséquente de l'appétit pour le risque des investisseurs sont sans doute à l'origine de cette situation. Au cours des deux premiers mois de 2010, les cours boursiers se sont repliés de quelque 7 et 1% respectivement dans la zone euro et aux États-Unis.

LES EMPRUNTS DES MÉNAGES SONT DEMEURÉS MODÉRÉS

Les emprunts des ménages sont demeurés modérés tout au long de 2009, ce qui reflète un haut degré d'incertitude entourant les perspectives d'évolution des revenus et du marché de l'immobilier résidentiel, surtout au premier semestre de l'année. Parallèlement, les banques ont continué à durcir leurs critères d'octroi de crédits, bien que ce durcissement se soit atténué dans le courant de l'année. Les anticipations relatives à l'activité économique générale et les perspectives du marché de l'immobilier résidentiel ont été les principaux facteurs ayant contribué au resserrement des critères d'octroi. Les banques ont fait état d'une progression de la demande nette de prêts au logement, laquelle est devenue positive au deuxième trimestre de l'année,

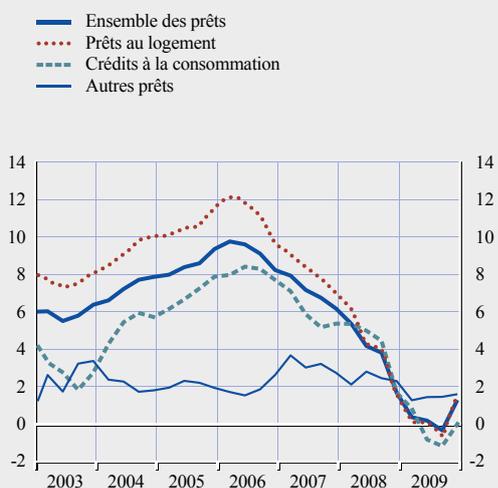
tandis que la demande nette d'autres types de prêts est devenue pratiquement positive vers la fin de l'année.

Le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages par les IFM, qui constituent la principale source d'emprunt des ménages, a reculé, revenant à 1,3% fin 2009, contre 1,7% fin 2008. Cette baisse a été moins prononcée que celle observée en 2008, étant donné que les prêts aux ménages se sont légèrement rétablis vers la fin de l'année par rapport aux taux de croissance négatifs enregistrés aux alentours de mi-2009. Le taux de croissance annuel des prêts accordés aux ménages par les non-IFM (c'est-à-dire les autres intermédiaires financiers, les sociétés d'assurance et les fonds de pension) a continué à dépasser celui des prêts octroyés aux ménages par les IFM. Cette situation traduit en partie l'incidence des activités de titrisation assorties d'une cession parfaite, dans le cadre desquelles les prêts sont sortis du bilan des IFM pour être ensuite enregistrés comme des prêts consentis par d'autres intermédiaires financiers. Même si le niveau des activités de titrisation relevé en 2009 a été largement inférieur à celui observé en 2008, il est resté élevé au premier semestre de l'année.

Une ventilation par objet des prêts octroyés aux ménages par les IFM indique que les prêts au logement sont restés le principal moteur de l'activité globale de prêts à ce secteur en 2009. Le taux de croissance annuel des prêts au logement accordés aux ménages s'est établi à 1,5% en décembre 2009, comme en décembre 2008 (cf. graphique 16), ce qui masque un repli marqué au premier semestre 2009 et une amélioration modérée – bien que constante – au second semestre de l'année. Ces évolutions doivent être considérées dans le contexte du recul des prix de l'immobilier et de celui de l'activité sur le marché de l'immobilier résidentiel, qui se sont produits dans plusieurs économies de la zone euro. Dans le même temps, les flux positifs observés au second semestre de l'année pourraient avoir reflété une progression de la demande à la suite de la réduction des prix de l'immobilier. La stabilisation du taux de croissance annuel des prêts au logement traduit aussi la diminution des taux hypothécaires, résultant de la transmission des diverses baisses des taux directeurs de la BCE entre octobre 2008 et mai 2009. Les taux appliqués par les IFM aux prêts au logement ont fléchi de 151 points de base entre décembre 2008 et

Graphique 16 Prêts des IFM aux ménages

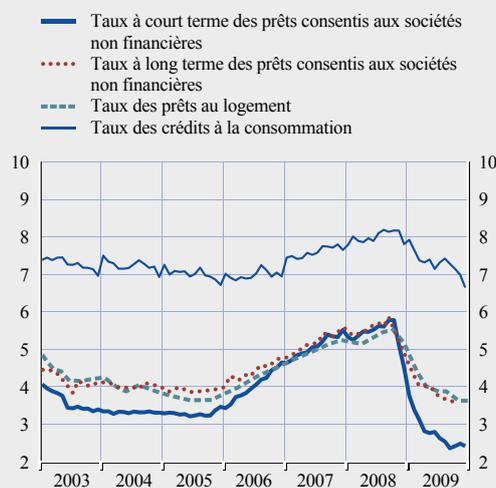
(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE

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

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



Source : BCE

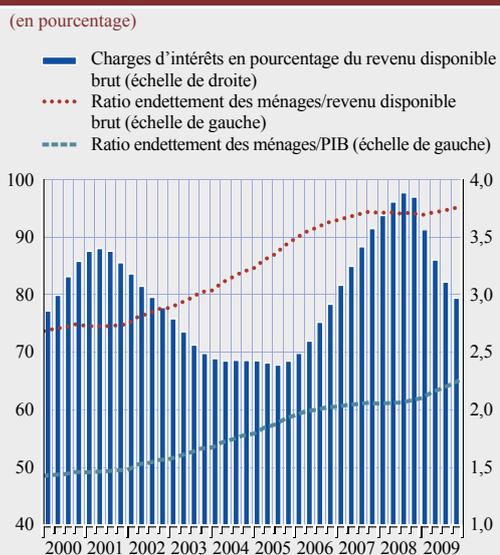
décembre 2009 (cf. graphique 17). Ce tassement a été particulièrement visible pour les prêts dont la période de fixation initiale du taux est inférieure ou égale à un an, dont les taux ont chuté de 238 points de base, alors que ceux sur les prêts dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à dix ans ont baissé de 87 points de base.

Le taux de croissance annuel des crédits à la consommation est revenu à 0% en décembre 2009, contre 1,7% fin 2008. L'évolution des crédits à la consommation a été similaire à celle des prêts au logement, bien que le taux de croissance annuel des crédits à la consommation ait encore été plus négatif mi-2009. Ces développements peuvent s'expliquer par le bas niveau de la confiance des consommateurs durant l'année. En 2009, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux crédits à la consommation se sont repliés de 116 points de base en moyenne.

LES CHARGES D'INTÉRÊTS DES MÉNAGES DIMINUENT

Le ratio d'endettement des ménages par rapport au revenu disponible est resté relativement stable en 2009 étant donné que leur endettement total a continué à croître modérément et que leur revenu disponible n'a pas réagi immédiatement aux variations de l'activité économique. Il a été estimé à 95% environ au quatrième trimestre 2009, un taux légèrement supérieur au niveau relevé en 2008 (cf. graphique 18). En revanche, selon des données provenant des comptes intégrés de la zone euro, le ratio d'endettement des ménages par rapport au PIB a augmenté de plus de 2 points de pourcentage durant l'année pour ressortir aux alentours de 65% au quatrième trimestre 2009. Le fléchissement des taux débiteurs bancaires a entraîné une modération substantielle des charges d'intérêts des ménages (mesurées comme le rapport entre les paiements d'intérêts et le revenu disponible), lesquelles s'élevaient à 3% au quatrième trimestre 2009, contre le sommet de 3,9% enregistré au troisième trimestre 2008. Il convient également de mentionner que l'endettement des ménages présente un grand

Graphique 18 Endettement des ménages et charges d'intérêts



Sources : BCE et Eurostat

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

degré d'hétérogénéité à travers la zone euro. En particulier, dans certaines parties de celle-ci, un niveau élevé d'endettement coïncide avec une activité économique faible ou des signes résiduels de surévaluation sur les marchés de l'immobilier résidentiel. En outre, des différences entre pays en termes de période de fixation prédominante sont observées. À cet égard, les pays où le financement s'est plus rapidement déplacé vers les prêts à court terme en réaction aux baisses des taux d'intérêt affichent un risque de taux d'intérêt accru.

NET REcul DU COÛT DU FINANCEMENT EXTERNE

Malgré une diminution sensible du coût du financement externe tout au long de 2009, le financement externe des sociétés non financières de la zone euro s'est substantiellement réduit, en raison principalement d'une demande de prêts plus limitée sur fond d'environnement économique morose. Néanmoins, le taux d'endettement des sociétés non financières de

la zone euro a encore progressé, à la suite de la détérioration très marquée de la rentabilité des entreprises.

Après s'être établi à un sommet historique en novembre 2008, le coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro a enregistré une baisse notable et continue tout au long de 2009 (cf. graphique 19), grâce à une modération généralisée des coûts de toutes les sources de financement. À la fin de l'année, le coût réel global du financement externe avait atteint son niveau le plus bas depuis 1999.

S'agissant du coût du financement bancaire, le repli des taux d'intérêt bancaires observé en 2009 a essentiellement reflété la transmission progressive aux clients des banques des modifications des taux directeurs de la BCE mises en œuvre entre octobre 2008 et mai 2009.

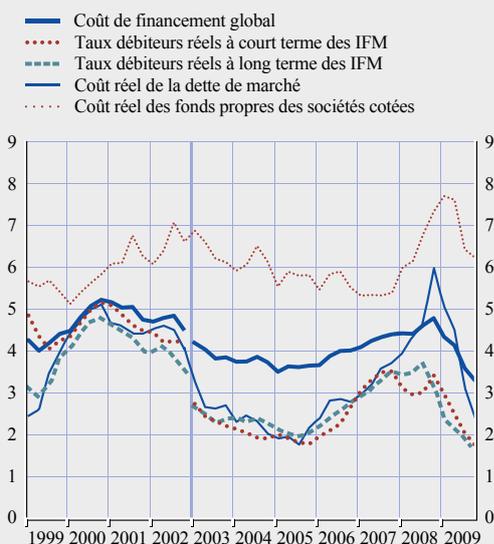
Dans l'ensemble, ces évolutions suggèrent que les banques de la zone euro ont continué à répercuter les réductions des taux directeurs, une situation largement conforme aux schémas traditionnels (cf. encadré 4). Les taux débiteurs à court terme des banques sont surtout influencés par les mouvements des taux du marché monétaire à court terme, alors que les taux débiteurs à plus long terme des banques traduisent principalement les variations des rendements des emprunts publics.

Les taux d'intérêt nominaux à court terme appliqués par les banques aux prêts aux sociétés non financières se sont repliés de 210 points de base entre fin 2008 et fin 2009, dans le sillage de la diminution de près de 260 points de base de l'Euribor 3 mois. En conséquence, malgré un léger rebond des anticipations d'inflation à partir de mai 2009, les taux débiteurs réels à court terme des banques ont régressé de 158 points de base. Les variations des taux débiteurs à long terme des banques ont même été plus prononcées que celles des rendements des emprunts publics à long terme correspondants. Les taux d'intérêt nominaux appliqués aux prêts à plus long terme ont reculé de quelque 120 points de base en 2009, soit bien davantage que la baisse de 65 points de base qu'a affichée le rendement des emprunts publics à cinq ans. Dès lors, les écarts entre les taux débiteurs à long terme des banques et les taux de marché comparables ont eu tendance à se resserrer de manière significative tout au long de 2009, annulant le net élargissement qu'ils avaient enregistré en 2008. Globalement, les taux débiteurs réels à long terme des banques ont régressé de 130 points de base entre fin 2008 et fin 2009.

De même, le repli important, de 389 points de base, du coût réel du financement par endettement de marché durant la même période a reflété non seulement le recul des rendements des emprunts publics, mais aussi la réduction des écarts de rendement des obligations du secteur privé (mesurés par la différence entre les rendements des obligations du secteur privé et ceux des emprunts publics). Ces écarts ont commencé à se resserrer début 2009 pour

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 la BCE de mars 2005). L'introduction début 2003 des taux débiteurs harmonisés des IFM entraîne une rupture dans les séries statistiques.

toutes les classes de notation, atteignant même des niveaux inférieurs à ceux d'août 2008 (c'est-à-dire peu avant l'élargissement généralisé des écarts provoqué par l'intensification de la crise financière). La diminution progressive de la perception du risque et une certaine reprise de l'appétence pour le risque des investisseurs au cours de 2009 ont entraîné un rétrécissement particulièrement marqué des écarts pour les obligations ayant une faible notation et pour celles de catégorie spéculative. Par exemple, entre fin 2008 et fin 2009, les écarts de taux

des obligations à haut rendement de la zone euro ont chuté de 1 500 points de base, contre quelque 100 points de base pour les obligations notées AAA.

Enfin, le coût réel de l'émission d'actions cotées s'est également inscrit en nette baisse sur l'ensemble de 2009, atteignant sa moyenne de long terme vers la fin de l'année. Ce mouvement a été favorisé par le fort rebond des cours des actions imputable au retour de la confiance et au recul de l'aversion pour le risque des investisseurs.

Encadré 4

ÉVALUATION DE LA TRANSMISSION DES TAUX DIRECTEURS DE LA BCE AUX PRINCIPAUX TAUX DÉBITEURS DES BANQUES DANS LA ZONE EURO

Le canal des taux d'intérêt de la politique monétaire inclut la transmission des taux directeurs aux taux débiteurs des banques. Dans la zone euro, ce canal de transmission peut être considéré comme le principal processus *via* lequel la politique monétaire affecte finalement l'activité réelle et l'inflation, grâce au rôle essentiel joué par le secteur bancaire dans la fourniture de financement au secteur privé non financier¹. Les réductions des taux directeurs se traduisent, en règle générale, par des mouvements largement similaires des taux d'intérêt de marché, en particulier pour les échéances courtes. Les taux d'intérêt bancaires sont habituellement fixés par rapport aux taux de marché d'échéances correspondantes et sont, dans certains cas, même liés à ces taux. Les ajustements des taux directeurs sont dès lors censés se refléter largement dans les coûts de financement bancaires auxquels les ménages et les entreprises font face. Dans ce contexte, le présent encadré évalue la mesure dans laquelle les banques de la zone euro ont répercuté les baisses successives des taux directeurs qui ont débuté au quatrième trimestre 2008 ; il couvre la période allant jusqu'en décembre 2009².

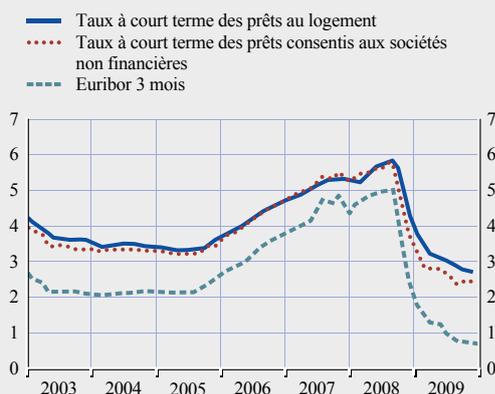
Entre octobre 2008 et mai 2009, la BCE a ramené le taux des opérations principales de refinancement de 4,25 % à un niveau historiquement bas de 1 %. Parallèlement aux baisses des taux directeurs de la BCE (et découlant vraisemblablement de celles-ci) ainsi qu'à la fourniture exceptionnelle de liquidité de banque centrale, les taux de marché à court et à long termes ont substantiellement reculé au quatrième trimestre 2008 et tout au long de 2009. Par exemple, entre fin septembre 2008 et décembre 2009, l'Euribor 3 mois a régressé de 431 points de base, pour atteindre 0,71 %, tandis que le taux des *swaps* à 7 ans a diminué de 156 points de

1 Pour une description plus détaillée des concepts sur lesquels se fonde le mécanisme de transmission aux taux bancaires, cf. l'article intitulé *Évolutions récentes de la transmission aux taux bancaires des modifications de taux directeurs dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'août 2009

2 Le présent encadré est axé sur les évolutions récentes des taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts au logement et aux prêts consentis aux sociétés non financières, qui représentent les produits de crédit les plus importants au niveau des actifs du bilan des IFM. Ainsi, au troisième trimestre 2009, les prêts au logement et les prêts aux sociétés non financières ont atteint, respectivement, 16 et 15 % de l'ensemble des actifs des IFM de la zone euro (à l'exclusion de l'Eurosystème).

Graphique A Taux à court terme des prêts au logement et des prêts consentis aux sociétés non financières et Euribor 3 mois

(en pourcentage annuel)

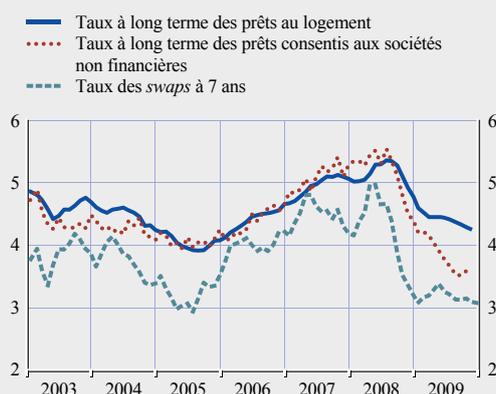


Source : BCE

Note : Les «taux à court terme» portent sur les prêts assortis d'un taux variable et d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an.

Graphique B Taux à long terme des prêts au logement et des prêts consentis aux sociétés non financières et taux des swaps à 7 ans

(en pourcentage annuel)



Source : BCE

Notes : Les «taux à long terme» portent sur les prêts assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à un an. Les différentes fourchettes de fixation initiale du taux ont été pondérées sur la base des volumes des nouveaux contrats.

base, pour s'établir à 3,09% (cf. graphiques A et B). Comme l'illustrent les graphiques A et B, il apparaît également que les banques de la zone euro ont répercuté, dans une très large mesure, les diminutions de taux de marché observées durant cette période. Par exemple, en ce qui concerne les taux des prêts à court terme (c'est-à-dire assortis d'un taux variable et d'une période de fixation initiale du taux inférieure ou égale à un an), les taux bancaires moyens des prêts au logement et des prêts aux sociétés non financières ont régressé de quelque 309 et 336 points de base respectivement (cf. graphique A). De même, en ce qui concerne les taux des prêts à long terme (c'est-à-dire assortis d'une période de fixation initiale du taux supérieure à un an), les taux bancaires moyens des prêts au logement et des prêts aux sociétés non financières ont diminué d'environ 111 et 200 points de base respectivement (cf. graphique B)³.

Même si les taux débiteurs des IFM se sont globalement inscrits en net recul depuis le début des réductions des taux directeurs de la BCE, il est clair que les IFM de la zone euro n'ont, à ce jour, répercuté qu'une partie de ces réductions – exception faite des taux des prêts à long terme aux entreprises. Néanmoins, ce phénomène n'est pas nécessairement en contradiction avec les schémas traditionnels, lesquels font apparaître que les banques ne répercutent généralement que de manière progressive les modifications des taux directeurs et de marché sur les taux débiteurs qu'elles appliquent à leurs clients. En d'autres termes, les taux débiteurs bancaires tendent à présenter un certain degré de rigidité par rapport aux modifications de la politique monétaire. En outre, ces frictions s'avèrent souvent asymétriques, dans la mesure où les taux débiteurs bancaires tendent à s'adapter plus rapidement aux relèvements des taux directeurs qu'à leurs diminutions. L'ampleur et la vitesse de la transmission aux taux débiteurs bancaires sont souvent associées au degré de concurrence imparfaite dans le secteur bancaire et à la présence de coûts d'ajustements nominaux (« coûts d'annonce »). En raison de ces frictions, les banques peuvent

³ En particulier en décembre 2009, différents taux débiteurs des IFM sont revenus à leur niveau le plus bas depuis le début de la publication des statistiques harmonisées sur les taux d'intérêt des IFM en janvier 2003.

Transmission aux taux débiteurs des IFM sur la base d'un modèle à correction d'erreurs

	Transmission immédiate	Transmission finale	Vitesse d'ajustement	R ² ajusté	Taux de marché correspondant
Prêts au logement à court terme	0,29	0,91	-0,02	0,62	Euribor 3 mois
Prêts au logement à long terme	0,17	1,06	-0,12	0,76	Taux des <i>swaps</i> à 7 ans
Prêts à court terme consentis aux sociétés non financières	0,69	0,86	-0,16	0,76	Euribor 3 mois
Prêts à long terme consentis aux sociétés non financières	0,32	1,02	-0,19	0,40	Taux des <i>swaps</i> à 7 ans

Source : BCE

Notes : Pour une description de la méthodologie d'estimation, cf. l'article mentionné à la note de bas de page n° 1. L'échantillon couvre la période comprise entre janvier 1997 et septembre 2008. Tous les coefficients sont statistiquement significatifs au seuil de 5 %.

être dissuadées de réagir de manière régulière aux variations des taux directeurs et de marché et choisir de reporter l'adaptation de leurs taux débiteurs jusqu'à ce que la modification des taux de marché dépasse un certain seuil⁴. D'autres facteurs liés à l'intermédiation financière peuvent, en outre, affecter l'évolution des écarts entre les taux débiteurs bancaires et les taux de marché, tels que les coûts liés au risque de taux d'intérêt et au risque de crédit, le degré d'aversion pour le risque des banques, leurs charges d'exploitation unitaires, leur liquidité et la diversification de leurs produits. Ces facteurs supplémentaires ne sont pas spécifiquement pris en considération dans le présent encadré.

Selon la littérature consacrée à la transmission aux taux d'intérêt bancaires, la transmission des taux directeurs aux taux bancaires, *via* les modifications des taux de marché, peut être modélisée à l'aide d'un modèle à correction d'erreurs. Dans ce modèle, les variations d'un taux d'intérêt bancaire spécifique sont régressées sur les variations simultanées (et retardées) d'un taux de marché correspondant et (éventuellement) sur les variations retardées du taux d'intérêt bancaire lui-même, ainsi que sur un terme de correction d'erreurs reflétant l'ampleur de la déviation, à la période précédente, du taux bancaire par rapport à la valeur de sa relation d'équilibre à long terme avec le taux de marché. En utilisant pareil modèle standard à correction d'erreurs de la transmission aux taux débiteurs des IFM des variations des taux de marché, on a constaté que, même si les taux débiteurs choisis tendent généralement à s'ajuster plus ou moins complètement à long terme, l'ajustement est loin d'être immédiat et que la vitesse de l'ajustement à l'équilibre à long terme est également assez faible (cf. tableau)⁵. Par exemple, alors que 91 % des réductions des taux de marché sont finalement transmises aux prêts au logement à court terme, seuls 29 % de celles-ci sont effectivement répercutés durant le mois qui suit directement l'ajustement du taux de marché. En règle générale, les taux des prêts aux entreprises tendent à s'ajuster un peu plus rapidement aux variations des taux de marché que ceux des prêts au logement. Par exemple, 69 % des réductions des taux de marché se reflètent dans les taux des prêts aux entreprises dans le mois qui suit celles-ci ; la vitesse de l'ajustement à l'équilibre à long terme est également plus élevée. Cette situation pourrait notamment traduire le fait que les entreprises (particulièrement les plus grandes) jouissent d'une meilleure position de négociation à l'égard des banques que les ménages⁶.

4 Pour une description plus détaillée du comportement des banques en matière de fixation des taux d'intérêt, cf. l'article mentionné à la note de bas de page n°1 et aux références qui y sont citées

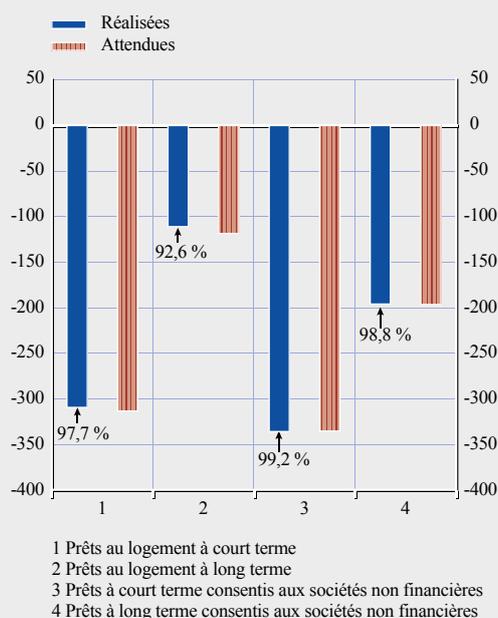
5 On trouvera une description plus complète du modèle dans l'article auquel fait référence la note de bas de page n°1.

6 Par exemple, de grandes entreprises ont plus facilement accès à d'autres sources de financement, telles que des obligations ou des actions cotées, et peuvent, dans certains cas, aussi obtenir du financement sur le marché international des prêts.

Afin de déterminer dans quelle mesure la transmission aux taux débiteurs des IFM depuis le début de la dernière série de réductions des taux directeurs de la BCE a dévié des régularités antérieures, un modèle de prévision des taux débiteurs des IFM a été développé; il se base sur les évolutions des taux de marché observées entre octobre 2008 et décembre 2009. Les différents taux débiteurs des IFM ont fait l'objet de prévisions successives à l'horizon d'un mois et les variations attendues cumulées de mois en mois sont présentées au graphique C, tout comme les variations effectives cumulées de ces taux. Globalement, les résultats montrent que les réductions importantes des taux de marché ont été répercutées dans une mesure largement similaire à ce que l'expérience passée permettait de prévoir. En particulier en décembre 2009, la transmission des taux à court terme aux prêts au logement et des taux à court et à long termes aux prêts consentis aux sociétés non financières a amplement correspondu aux prévisions⁷. À la marge, seul le taux à long terme des prêts au logement s'était ajusté un peu moins nettement que prévu sur la base des régularités historiques.

Graphique C Variations cumulées effectives et attendues des taux d'intérêt débiteurs des IFM pour la période comprise entre octobre 2008 et décembre 2009

(en points de base)



Sources : BCE et calculs de la BCE

Notes : Prévisions basées sur l'estimation d'un modèle à correction d'erreurs pour l'échantillon couvrant la période comprise entre janvier 1997 et septembre 2008 et sur l'évolution des taux de marché observée entre octobre 2008 et décembre 2009. Les pourcentages expriment le rapport entre la variation cumulée effective des taux bancaires et la variation attendue de ceux-ci.

Globalement, malgré l'incidence négative de la crise financière et du ralentissement économique généralisé sur les bilans des banques de la zone euro, il apparaît que les IFM de la zone euro sont parvenues en 2009 à transmettre les réductions substantielles des taux directeurs de la BCE à leurs principaux taux débiteurs, dans une mesure comparable à celle du passé. Par conséquent, au moins en ce qui concerne le canal des taux d'intérêt bancaires de la transmission de la politique monétaire, l'assouplissement considérable de la politique monétaire de la BCE depuis le quatrième trimestre 2008 semble avoir exercé une action satisfaisante et donc avoir soutenu les décisions de consommation et d'investissement des ménages et des sociétés non financières. La transmission satisfaisante des taux d'intérêt ne garantit toutefois pas que l'offre de prêts n'a pas été affectée par la crise financière. Ainsi, les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire font apparaître un durcissement net continu des critères d'octroi de crédit au secteur privé tout au long de 2009. La persistance de la vulnérabilité du secteur bancaire de la zone euro et des incertitudes l'affectant requiert un suivi attentif du comportement de fixation des taux débiteurs par les banques et de leur fourniture générale de crédit aux secteurs non financiers en 2010.

7 Pour les trois taux, la valeur effective en décembre 2009 se situait dans un intervalle de confiance de 95 %.

RALENTISSEMENT DU FINANCEMENT EXTERNE

Malgré la modération généralisée du coût réel du financement externe, le taux de croissance du financement externe des sociétés non financières de la zone euro a constamment diminué en 2009 (cf. graphique 20). En termes réels, ce taux de croissance annuel s'est élevé à 0,1 % à peine au troisième trimestre 2009, contre 2,6 % au dernier trimestre 2008. Cette évolution est entièrement attribuable à l'effondrement de la contribution des prêts consentis par les IFM, laquelle est devenue négative au troisième trimestre 2009. Dans le même temps, la contribution de l'émission de titres de créance en particulier – utilisée comme source alternative de financement par les sociétés de la zone euro – s'est inscrite en nette hausse.

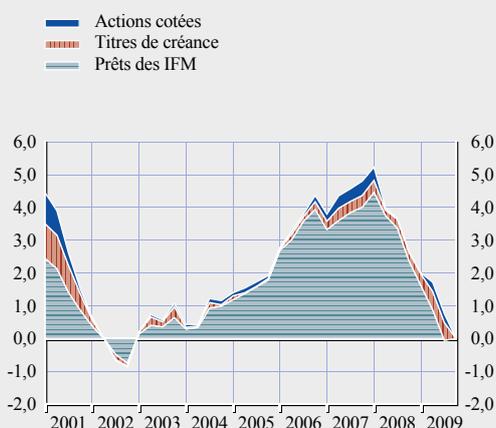
Un des principaux facteurs à l'origine du recul rapide des besoins de financement externe a été la détérioration de l'environnement économique et peut-être aussi la nécessité d'une certaine restructuration des bilans. Le ralentissement abrupt de l'activité économique a fortement affecté les bénéfices des sociétés et la disponibilité

du financement interne. Bien que des informations sur la rentabilité tirées des états financiers des sociétés cotées aient montré des signes d'amélioration depuis début 2009, les ratios de rentabilité n'ont pas renoué avec les niveaux atteints avant la crise (cf. graphique 21). La plupart des indicateurs, fondés sur les marchés boursiers, de la rentabilité des sociétés non financières de la zone euro ont continué à faire état d'un recul durant la majeure partie de 2009. Par exemple, le taux de variation annuel des bénéfices par action des sociétés non financières cotées dans la zone euro a poursuivi sa tendance baissière, demeurant négatif tout au long de 2009.

L'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire suggère également que des facteurs de demande, tels que les perspectives économiques moroses, la contraction de la formation brute de capital fixe des entreprises et l'ampleur limitée des opérations de fusion et acquisition, ont exercé une forte incidence négative sur la demande de prêts des entreprises non financières de la zone euro en 2009. En effet, le taux de croissance annuel des prêts consentis

Graphique 20 Ventilation du taux de croissance annuel en termes réels du financement externe des sociétés non financières¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

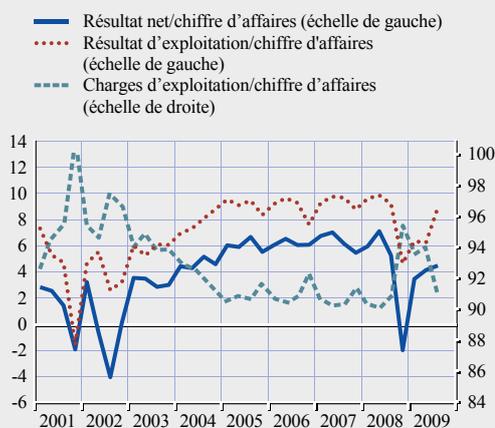


Source: BCE

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.

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

(données trimestrielles ; 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. Les valeurs extrêmes ont été supprimées de l'échantillon. Comparé au résultat d'exploitation, défini comme étant le chiffre d'affaires moins les charges d'exploitation, le résultat net correspond au résultat d'exploitation et hors exploitation, après impôts et déduction des éléments exceptionnels.

par les IFM aux sociétés non financières s'est continuellement ralenti tout au long de l'année, devenant même négatif en septembre, soit le premier recul depuis 1999, année où ces données ont commencé à être collectées. Si le repli du taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières a été généralisé pour toutes les échéances, il a été particulièrement marqué pour les prêts à plus courtes échéances, indiquant une certaine substitution des prêts à court terme par d'autres à plus long terme dans le chef des entreprises. Dans l'ensemble, ce ralentissement prolongé est largement conforme aux régularités cycliques, compte tenu de l'ampleur de la diminution récente des dépenses d'investissement et de l'incertitude actuelle entourant les perspectives économiques. De plus, des résultats empiriques suggèrent que les prêts aux sociétés non financières tendent généralement à suivre avec un certain délai le cycle conjoncturel⁴.

Dans le même temps, si la contraction de la demande s'avère un facteur essentiel du ralentissement de la croissance des prêts consentis par les IFM, les données d'enquête indiquent qu'une grande fragilité du système bancaire a sans doute affecté défavorablement l'offre de crédits durant l'année. En 2009, l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire a continué à faire état d'un net durcissement des conditions d'octroi de crédit – bien que celui-ci se soit atténué au cours de l'année – et une part non négligeable des entreprises de la zone euro ont mentionné un recul de la disponibilité des prêts bancaires et de la disposition des banques à octroyer des prêts au premier semestre 2009. Néanmoins, les effets sur les prêts bancaires des contraintes au niveau de l'offre ont eu tendance à être éclipsés par la détérioration exceptionnelle des déterminants liés à la demande observée en 2009.

Étant donné que les flux de financement bancaire en faveur des sociétés non financières ont commencé à se réduire, les sociétés de la zone euro ayant besoin de fonds se sont de plus en plus tournées vers des sources de

financement alternatives. En particulier, le taux de croissance annuel de l'émission de titres de créance est passé de 7,9% fin 2008 à 16,3% fin 2009, tandis que la contribution des sociétés non financières au taux de croissance total de l'émission de titres de dette a progressé de 10% avant la crise financière à plus de 15% vers fin 2009. Cette évolution est imputable à un regain d'intérêt pour le marché européen des obligations du secteur privé, lequel, étant donné la baisse ininterrompue des opérations de fusion et acquisition, tient principalement à deux facteurs. D'abord, la réduction rapide des écarts de rendement des obligations du secteur privé a considérablement diminué le coût du financement de marché, qui s'est réduit davantage que celui du financement bancaire. Ensuite, la substitution du financement bancaire par un financement de marché a sans doute été favorisée par le durcissement des conditions d'octroi de crédit des banques. Comme cela a été le cas pour les prêts bancaires, l'activité d'émission de titres de créance a été beaucoup plus soutenue sur les échéances plus longues. La contribution de l'émission de titres de dette à court terme au taux de croissance total a commencé à reculer début 2009. Ce mouvement s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'année. Il a reflété la contraction sensible de l'émission nette de titres de créance à court terme par les sociétés non financières, laquelle pourrait être liée aux activités de refinancement. Les sociétés de la zone euro ont profité des conditions de marché très favorables pour refinancer la dette à très court terme, en la repoussant dans le temps.

Soutenu par le rebond des marchés boursiers en 2009, le taux de croissance annuel de l'émission d'actions cotées par les sociétés non financières a également progressé en 2009, devenant positif en mars et s'accéléralant durant le reste de l'année, pour s'établir quasiment à 2% en décembre.

⁴ Cf., par exemple, C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez et C. Rossi, *Modelling loans to non-financial corporations in the euro area*, document de travail de la BCE n° 989, janvier 2009

NOUVELLE HAUSSE DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES

Eu égard au recul plus rapide des investissements que de l'épargne des entreprises exprimés en pourcentage du PIB, le besoin de financement (globalement, la mesure dans laquelle les sociétés non financières doivent avoir recours à des sources externes de financement pour couvrir leurs investissements) s'est réduit en 2009, pour la première fois depuis la mi-2004 (cf. graphique 22). Ce besoin est toutefois resté très important, indiquant la nécessité d'une certaine restructuration des bilans, étant donné la détérioration de la rentabilité des entreprises.

La combinaison de flux de financement externe modérés, mais toujours positifs, et du recul de l'autofinancement a entraîné de nouvelles augmentations des ratios de l'endettement des sociétés non financières par rapport au PIB et à l'excédent brut d'exploitation, si bien que ceux-ci ont atteint des niveaux records (cf. graphique 23). Au troisième trimestre 2009, les ratios de l'endettement par rapport au PIB et à l'excédent brut d'exploitation ont grimpé

jusqu'à 83,1 et 441 % respectivement. Ce niveau substantiel d'endettement dans le secteur des sociétés non financières pourrait expliquer la hausse du nombre de faillites d'entreprises en 2009. Dans le même temps, les réductions sensibles des taux d'intérêt ont allégé les charges d'intérêts nettes des sociétés non financières au cours de 2009. Dans l'ensemble, le niveau d'endettement élevé et la charge d'intérêts qui y est associée reflètent un besoin manifeste d'une restructuration supplémentaire des bilans au sein du secteur des sociétés non financières de la zone euro.

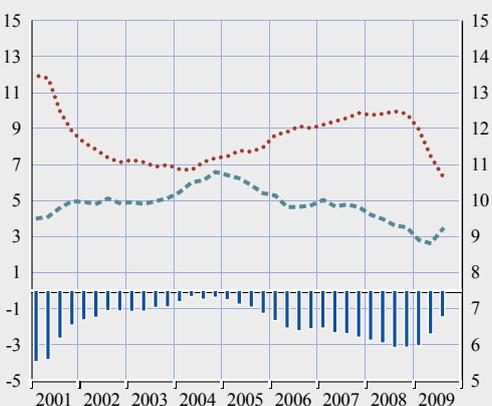
2.3 LES ÉVOLUTIONS DE PRIX ET DE COÛTS

La hausse annuelle de l'IPCH, qui avait atteint 3,3% en 2008, est retombée à 0,3% en moyenne en 2009 (cf. tableau 1). Ce mouvement contraste vivement avec la situation des années précédentes, lorsque les taux d'inflation annuels allaient de 2,1 à 2,2%. Au cours de la période 1999-2009, la progression moyenne de l'IPCH s'est établie à 2%. La très faible

Graphique 22 Besoin de financement des sociétés non financières et principales composantes

(en pourcentage du PIB; moyenne mobile sur quatre trimestres)

- Besoin de financement (échelle de gauche)
- Placements non financiers¹⁾ (échelle de gauche)
- Épargne des sociétés non financières²⁾ (échelle de droite)



Source: BCE

- 1) Y compris les stocks et l'accumulation d'actifs non financiers
- 2) Y compris les transferts nets en capital

Graphique 23 Ratios d'endettement des sociétés non financières

(en pourcentage)

- Ratio endettement/excédent brut d'exploitation (échelle de gauche)
- Ratio endettement/PIB (échelle de droite)



Sources: BCE, Eurostat et calculs de la BCE

Notes: Les données concernant l'endettement sont tirées des comptes trimestriels européens par secteurs. Elles comprennent les prêts, les titres de créance émis et les provisions de fonds de pension. Données jusqu'au troisième trimestre 2009.

Tableau I Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2007	2008	2009	2008 T4	2009 T1	2009 T2	2009 T3	2009 T4	2009 Déc.	2010 Janv.
IPCH et composantes										
Indice global	2,1	3,3	0,3	2,3	1,0	0,2	-0,4	0,4	0,9	1,0
Énergie	2,6	10,3	-8,1	2,1	-6,1	-10,7	-11,9	-3,2	1,8	4,0
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	0,2	3,0	2,8	0,8	-1,2	-1,5	-1,6	-1,3
Produits alimentaires transformés	2,8	6,1	1,1	4,3	2,1	1,1	0,6	0,5	0,7	0,6
Produits manufacturés hors énergie	1,0	0,8	0,6	0,9	0,7	0,7	0,5	0,3	0,4	0,1
Services	2,5	2,6	2,0	2,6	2,2	2,2	1,8	1,7	1,6	1,4
Autres indicateurs de prix et de coûts										
Prix à la production ¹⁾	2,7	6,1	-5,1	3,4	-2,0	-5,7	-7,8	-4,6	-2,9	.
Cours du pétrole ²⁾ (en euros par baril)	52,8	65,9	44,6	43,5	35,1	43,8	48,1	51,2	51,6	54,0
Cours des matières premières ³⁾	7,5	2,1	-18,5	-9,9	-29,2	-24,5	-18,8	2,8	19,0	27,1

Sources : Eurostat, Thomson Financial Datastream, HWWI et calculs de la BCE

1) Hors construction

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

3) Hors énergie ; en euros

hausse de l'IPCH enregistrée en 2009 tient, dans une large mesure, à l'effet de la sensible baisse des cours du pétrole et des autres matières premières, lesquels avaient atteint des niveaux plus élevés en 2008, inversant ainsi en quelque sorte le choc inflationniste de 2008. Elle s'explique toutefois aussi par le relâchement des pressions inflationnistes dans le contexte d'une vive contraction de l'activité et d'une rapide détérioration des conditions sur le marché du travail.

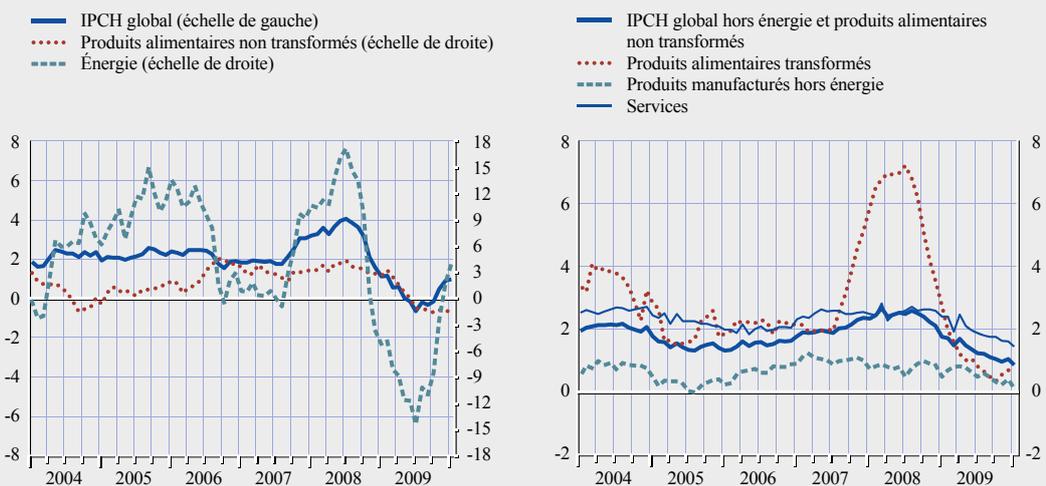
En 2009, l'IPCH annuel global a d'abord chuté, devenant négatif mi-2009, avant de repartir à la hausse au second semestre. Cette évolution très contrastée a, comme en 2008, été dominée par la dynamique des cours des matières premières (en particulier du pétrole) et par les effets de base qui y sont associés (cf. graphique 24). Le ralentissement économique mondial enregistré au second semestre 2008 avait rapidement fait baisser les cours des matières premières, les ramenant à des niveaux généralement bas début 2009, alors qu'ils avaient atteint des sommets extrêmement élevés durant l'été 2008. Ainsi, alors que la progression annuelle de l'IPCH s'établissait à 1,6% en décembre 2008

– celle-ci était rapidement retombée après avoir atteint un pic de 4% mi-2008 –, l'inflation a continué de reculer au premier semestre 2009, essentiellement en raison d'effets de base négatifs. Elle est devenue négative pour la première fois en juin 2009, atteignant son niveau le plus bas de -0,7% en juillet 2009 et est demeurée négative jusqu'en octobre. Au dernier trimestre, l'IPCH annuel s'est rapidement redressé, sous l'effet conjugué des hausses des cours des matières premières et des importants effets de base. Ces derniers étaient entre-temps devenus positifs, tandis que la brutale chute des cours des matières premières observée à l'automne 2008 n'influençait alors plus les mesures de l'inflation annuelle. L'inflation annuelle est redevenue positive en novembre 2009 et s'est établie à 0,9% en décembre 2009.

La croissance des salaires s'est ralentie en 2009, alors que la rapide détérioration de la situation sur le marché du travail commençait à exercer une pression à la baisse sur les accords salariaux, induisant une modération des rémunérations fixes et à une réduction des bonus. Par ailleurs, l'ample recours à la diminution des horaires de travail a contribué à limiter les hausses de

Graphique 24 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

la rémunération par tête. La productivité par employé s'étant affaiblie, les coûts salariaux unitaires ont fortement augmenté, atteignant un sommet au premier trimestre 2009 en dépit de la vive contraction du taux de croissance de la rémunération par tête. Les marges se sont dès lors rétrécies, les prix de vente facturés par les producteurs ayant baissé, de sorte que les bénéfices ont reculé, en raison d'effets à la fois de volume et de marge.

L'inflation perçue et l'inflation attendue à court terme par les consommateurs, qui avaient culminé en 2008, ont rapidement diminué, revenant à des niveaux très faibles en 2009. Les anticipations à long terme, mesurées par des enquêtes, ont néanmoins été très stables, démontrant que les anticipations étaient demeurées fermement ancrées à l'objectif de la BCE, qui est de maintenir l'inflation inférieure à, mais proche de, 2% à moyen terme.

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

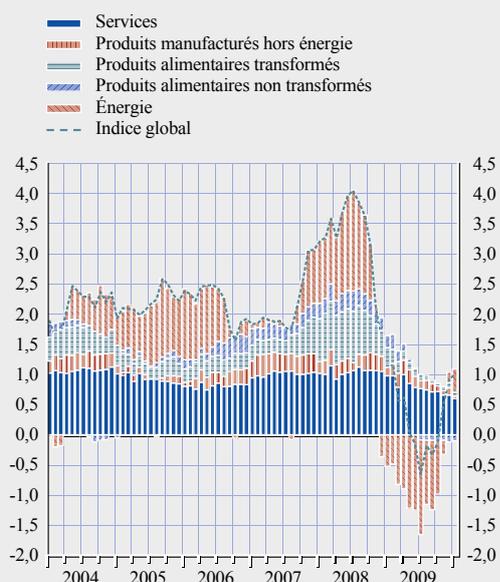
La volatilité soutenue des prix des matières premières a été l'un des principaux facteurs à

l'origine des fluctuations prononcées de l'IPCH de la zone euro en 2009. La chute rapide de ce dernier, qui avait culminé à 4% en juillet 2008 avant d'atteindre un creux de -0,7% en juillet 2009, ainsi que son redressement à 0,9% en décembre 2009, ont été largement influencés par la volatilité sans précédent des prix mondiaux observée en 2008 et 2009. Ainsi, les prix des matières premières énergétiques, industrielles et alimentaires se sont effondrés, revenant du sommet qu'ils affichaient à l'été 2008 à un étage pendant l'hiver 2008-2009 avant de rebondir, pour la plupart, vers fin 2009. Toutefois, la baisse générale des taux de variation de l'IPCH en 2009 a également été affectée par l'incidence nettement désinflationniste du ralentissement économique puisqu'une modération graduelle a pu être observée pour bon nombre de composantes de l'IPCH (cf. graphique 25).

L'évolution marquée de la composante énergétique de l'IPCH – dont la pondération dans l'IPCH global s'élève à 9,6% – a suivi de près les variations des prix des produits pétroliers (comme l'essence, le diesel et le mazout de chauffage) liées aux cours mondiaux du pétrole, conjuguées à la réaction décalée des composantes énergétiques hors produits

Graphique 25 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.

pétroliers (comme l'électricité et le gaz) à la dynamique des cours du pétrole brut. Les cours pétroliers (exprimés en euros) ont atteint un plancher en décembre 2008, s'effondrant par rapport au pic qu'ils affichaient en juin 2008, avant de s'apprécier en décembre 2009 et de compenser la moitié de la chute accusée précédemment. Dans ce contexte, et compte tenu des effets décalés des prix des produits énergétiques hors produits pétroliers, le taux de variation annuel des prix des produits énergétiques figurant dans l'IPCH a atteint un étiage de -14,4% en juillet 2009 – lorsque des effets de base prononcés se sont combinés au repli temporaire des prix de l'énergie. Il s'est ensuite rétabli et est repassé en terrain positif en décembre 2009, ressortant à 1,8%. Les prix des produits énergétiques hors produits pétroliers ont continué d'exercer une pression baissière au second semestre.

L'évolution des prix des produits alimentaires dans la zone euro a accusé un ralentissement

constant en 2009 et est devenue négative au second semestre, affichant son niveau le plus bas depuis les années 1990. Ce processus de désinflation a été soutenu par les précédentes chutes des prix des matières premières alimentaires, sur fond d'apathie de la demande des consommateurs. Le taux de croissance annuel de la composante des produits alimentaires transformés, qui avait atteint un sommet de 7,2% en juillet 2008 sous l'influence de la rapide hausse des prix mondiaux des matières premières agricoles comme le pain et les céréales, les produits laitiers et les huiles et graisses, a poursuivi sa tendance à la baisse en 2009. Il est revenu à 0,7% fin 2009, alors que les prix de ces matières premières se sont relâchés à l'échelle mondiale et que les coûts de transport se sont infléchis. Globalement, les prix des produits alimentaires transformés, qui avaient enregistré un bond de 6,1% en 2008, se sont en moyenne accrus de 1,1%. L'évolution des prix des produits alimentaires non transformés s'est aussi nettement ralentie au premier semestre 2009 et est devenue négative pendant les six derniers mois de l'année. Cette tendance au repli ne s'explique que partiellement par des facteurs météorologiques ayant influencé les prix des fruits et légumes. Un ralentissement du rythme de croissance des prix de la viande consécutivement à l'interruption de la vive élévation des prix des produits de base enregistrée en 2008 sur les marchés mondiaux y a en effet également contribué.

Hors énergie et produits alimentaires (transformés et non transformés), l'inflation mesurée par l'IPCH a poursuivi la tendance baissière progressive qu'elle avait amorcée mi-2008, principalement sous l'effet modérateur de facteurs intérieurs, tels qu'un ralentissement du niveau des salaires et un resserrement des marges bénéficiaires, mais aussi, dans une certaine mesure, de la répercussion de la diminution des prix des matières premières.

Les prix des produits manufacturés hors énergie se sont en moyenne accrus de 0,6% en 2009, ce qui correspond à un léger déclin par rapport

aux augmentations de 0,8 et 1% enregistrées respectivement en 2008 et 2007. La modération amorcée depuis début 2008 s'est intensifiée à l'été 2009, si bien que l'inflation annuelle de cette composante de l'IPCH affichait 0,4% en décembre 2009. Ce recul tout récent des taux de croissance est imputable à une gamme de facteurs plus vaste qu'auparavant. Outre les prix des biens durables, dont l'évolution a atteint un creux historique de -1,1% en septembre 2009 – en particulier en raison des ristournes considérables proposées par les concessionnaires automobiles –, ceux des biens non durables se sont également orientés à la baisse à partir du second semestre 2009, rompant la tendance haussière qui avait été observée pendant plus de trois ans, compte tenu du moindre pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix.

Le renchérissement des services, la composante la plus complexe de l'IPCH, dont l'évolution était demeurée globalement stable durant la majeure partie de 2008, affichant des niveaux relativement élevés de 2,6% environ, a également commencé à ralentir en 2009 pour s'établir à 1,6% fin 2009. Cette modération de l'évolution des prix des services tient à la faiblesse de la demande et à la forte concurrence entre les entreprises. À un niveau plus désagrégé, la décélération de la hausse des prix des services a été largement portée par les contributions des services récréatifs, en particulier les restaurants et cafés ainsi que les vacances et séjours organisés, qui ont enregistré une inflation négative au second semestre de l'année, et, dans une moindre mesure, les services de transport. La contribution de ces derniers provient presque exclusivement du transport de passagers par voies aériennes. En revanche, la contribution négative de la baisse des prix des services de communication observée de longue date s'est estompée dernièrement.

LES PRIX À LA PRODUCTION ONT FLÉCHI EN 2009

Sur fond d'une contraction de l'activité à l'échelle mondiale conjuguée à des prix des

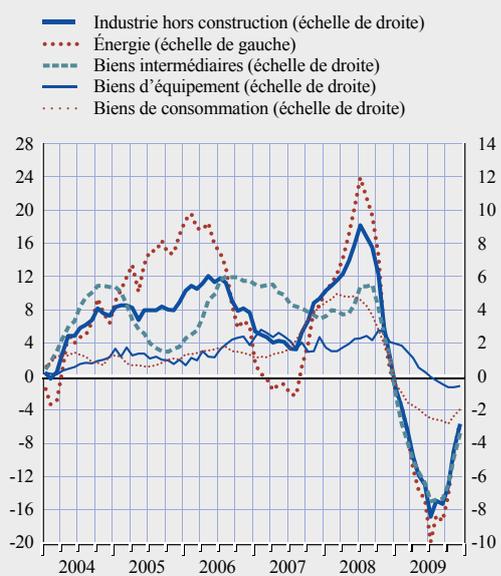
matières premières plus faibles et dans la foulée d'un choc inflationniste majeur, des pressions baissières notables se sont exercées sur les prix dans la chaîne d'approvisionnement, ce qui a pesé sur les prix à la production d'une large gamme de produits affectant, dans un premier temps, fin 2008, les premiers stades de la chaîne de production et, dans un second temps, au second semestre 2009, les stades ultérieurs de la chaîne de production. Ce brusque revirement par rapport aux évolutions marquées des prix à la production qui prévalaient à l'été 2008 s'est opéré dans le contexte d'un repli des cours des matières premières et du niveau de la demande de facteurs de production (le capital comme le travail). Ces pressions à la baisse exercées sur les prix se sont quelque peu relâchées vers la fin de l'année alors que l'on assistait à une légère reprise de l'activité et à un redressement des cours des matières premières au niveau mondial.

Le taux de variation annuel des prix à la production industrielle (hors construction) de la zone euro s'est en moyenne établi à -5,1% en 2009, soit quasiment l'opposé du taux de 6,1% qu'il affichait en 2008. Après avoir atteint un étiage de -8,4% en juillet 2009, un taux presque symétrique du sommet historique de 9,1% enregistré en juillet 2008, le taux de variation annuel des prix à la production est passé à -2,9% en décembre 2009, essentiellement sous l'influence de l'évolution des prix de l'énergie. Le taux de variation annuel des prix à la production de l'énergie a atteint un plancher de -20% en juillet 2009, avant de ressortir à -5,1% en décembre 2009.

À l'exclusion de la construction et de l'énergie, le taux de croissance annuel des prix à la production, qui avait culminé à 4,3% en juillet 2008, est revenu à -2,3% en décembre 2009. Ce mouvement a particulièrement touché les biens intermédiaires, tandis qu'il a quelque peu épargné les biens de consommation et a affecté avec un certain décalage les biens d'équipement (cf. graphique 26).

Graphique 26 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



L'évolution des prix des biens intermédiaires s'est ralentie, revenant du sommet de 5,5% qu'elle affichait en septembre 2008 à un creux de -7,6% en juillet 2009, sous l'effet (décalé) du recul des prix des matières premières industrielles et de l'énergie ainsi que du déclin des taux d'utilisation des capacités de production et de l'affermissement de la concurrence. Au second semestre de l'année, le redressement des prix des matières premières et des cours pétroliers a induit une stabilisation du niveau des prix des biens intermédiaires, à mesure que s'estompaient les baisses des prix annuels sous l'influence d'effets de base positifs.

En aval de la chaîne de production, la décélération rapide des prix à la production des biens de consommation s'est poursuivie. Le taux de variation de ces prix avait culminé à 5% en mars 2008, soit le taux le plus élevé jamais atteint depuis le début de l'UEM en 1999, porté essentiellement par le choc inflationniste découlant des pressions de la demande mondiale

exercées sur les prix des produits alimentaires. Si le taux de croissance annuel des prix à la production des biens de consommation s'est chiffré à -1,9% en décembre 2009, il s'est élevé à -0,3% abstraction faite du tabac et des produits alimentaires. Les mouvements du taux de croissance annuel des prix à la production des biens d'équipement ont été moins prononcés et plus tardifs que ceux d'autres composantes de l'indice. Les taux d'inflation annuels de ces biens sont revenus à des niveaux proches de zéro mi-2009 et sont devenus négatifs en décembre 2009, établis à -0,6%, dans le contexte d'une modération des coûts, d'un appauvrissement des carnets de commande à la suite d'une chute rapide de la demande, et d'une intensification de la concurrence.

D'une manière générale, l'apathie de la demande, dans la zone euro comme à l'échelle mondiale, a débouché sur des conditions de marché nettement plus concurrentielles à divers stades de la chaîne de production. Cet environnement compétitif, conjugué à une dégrue des cours mondiaux des matières premières, s'est traduit par des annonces généralisées de diminution des prix à la production, à la fois ceux des *inputs* et des *outputs*, dans l'industrie manufacturière comme dans les services.

LES COÛTS DE MAIN-D'ŒUVRE SE SONT CONSIDÉRABLEMENT REPLIÉS

Les indicateurs de coûts de main-d'œuvre disponibles pour la zone euro font ressortir une modération sensible en 2009, après une accélération et un pic atteint en 2008, qui ont succédé à des années d'évolutions plus modestes des salaires. Il n'en reste pas moins que, eu égard au net recul du nombre d'heures ouvrées, des divergences notables quant à l'étendue de cette modération ont pu être relevées entre les indicateurs.

L'évolution des salaires négociés s'est sensiblement ralentie en 2009 pour afficher un taux de croissance annuel de 2,1% au quatrième trimestre 2009. Les années précédentes,

ils avaient fluctué entre 2,1 et 2,3%, avant d'atteindre un sommet de 3,6% au quatrième trimestre 2008 (cf. tableau 2). Cet indicateur reproduit la composante principale des salaires fixés par convention collective de travail. Son ralentissement a probablement été le reflet de l'amointrissement de l'influence du pouvoir de négociation des travailleurs en raison du vif repli de l'activité économique et de la détérioration des conditions prévalant sur le marché du travail dans la zone euro qui s'est ensuivie, de la progression rapide du chômage ainsi que du tassement significatif de l'inflation. Toutefois, étant donné que la croissance annuelle du PIB dans la zone euro s'est chiffrée à -4% au troisième trimestre 2009 (cf. tableau 3 de la section 2.4 du présent chapitre), il appert que les salaires négociés ne se sont adaptés que partiellement à l'essoufflement de l'activité économique.

Le taux de croissance annuel de la rémunération par tête a interrompu sa tendance haussière plus tôt encore que les salaires négociés. Il a culminé à 3,6% au troisième trimestre 2008, avant de s'ajuster rapidement à la baisse, pour s'établir à 1,4% au troisième trimestre 2009, le taux le plus bas recensé depuis le début de l'UEM. Le recul plus marqué de cet indicateur de coûts de main-d'œuvre, comparativement aux salaires négociés (« glissement des salaires »), s'explique par le fait que cet indicateur couvre des éléments salariaux flexibles, tels que les bonus – qui, selon des sources isolées, ont été sensiblement abaissés. De plus, la rémunération par tête subit automatiquement l'influence de

la réduction du temps de travail, une mesure à laquelle bon nombre d'entreprises ont procédé pendant le repli économique.

Alors que ce ralentissement de la croissance de la rémunération par tête s'est manifesté dans l'ensemble des pays, la ventilation sectorielle met au jour des divergences notables. Des contractions particulièrement marquées ont en effet été enregistrées dans l'industrie hors construction – secteur au sein duquel la réduction du temps de travail est une pratique courante –, où les augmentations salariales par travailleur ont été ramenées à zéro mi-2009. En revanche, les taux de croissance de la rémunération par tête sont demeurés élevés dans le secteur de la construction, affichant 3% au troisième trimestre 2009, principalement sous l'influence d'une série d'effets de composition, attendu que les licenciements ont surtout touché les travailleurs les moins bien payés, dans un contexte de disparités régionales prononcées (cf. graphique 27).

Contrairement à la rémunération par tête, le taux de croissance annuel des coûts salariaux horaires est resté élevé, même s'il s'est nettement infléchi depuis le sommet de 4,4% qu'il affichait au quatrième trimestre 2008. Cette rigidité a essentiellement traduit la diminution de près de 2% des heures ouvrées par travailleur jusqu'au troisième trimestre 2009 et le fait que la réduction du temps de travail s'accompagne habituellement de baisses moins que proportionnelles des rémunérations (cf. encadré 5). La croissance annuelle des coûts salariaux horaires a dès lors

Tableau 2 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre

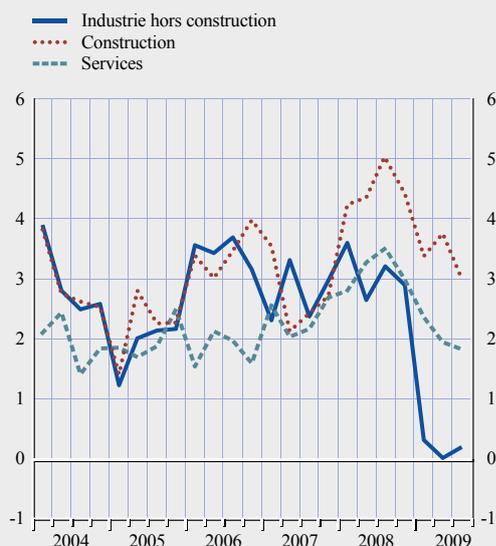
(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2007	2008	2009	2008 T4	2009 T1	2009 T2	2009 T3	2009 T4
Salaires négociés	2,1	3,2	2,6	3,6	3,2	2,8	2,3	2,1
Coûts horaires totaux de main-d'œuvre	2,5	3,5	.	4,4	3,8	4,3	3,2	.
Rémunération par tête	2,5	3,2	.	3,0	1,9	1,6	1,4	.
<i>Pour mémoire :</i>								
Productivité du travail	1,0	-0,2	.	-1,7	-3,8	-3,1	-2,0	.
Coûts unitaires de main-d'œuvre	1,6	3,5	.	4,8	5,9	4,8	3,5	.

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

Graphique 27 Ventilation sectorielle de la rémunération par tête

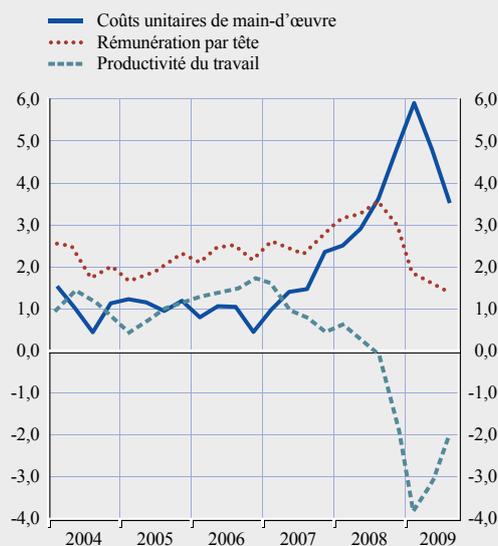
(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique 28 Coûts de main-d'œuvre dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Source : Eurostat

également dépassé celle des salaires négociés, en dépit de l'influence des réductions des bonus. Les hausses annuelles des coûts salariaux horaires ont été les plus marquées dans le secteur industriel, qui a recouru le plus largement aux régimes d'horaires flexibles.

Étant donné que le ralentissement de l'activité s'est accompagné d'une rétention de main-d'œuvre dans une grande partie de la zone euro, on a observé une vive contraction de la croissance de la productivité du travail, mesurée comme la production par travailleur. Dans la mesure où l'évolution de la rémunération par tête a réagi nettement moins fort au ralentissement, les coûts salariaux unitaires ont enregistré une accélération rapide pour atteindre 5,9% au premier trimestre 2009, leur niveau le plus haut en un an. Cette augmentation a sévèrement érodé les marges des entreprises. La croissance des coûts salariaux unitaires est revenue à 3,5% au troisième trimestre 2009, alors qu'un revirement des effets cycliques s'est opéré. Ce mouvement de la croissance des coûts salariaux unitaires a été principalement affecté par la progression annuelle de la productivité du travail, qui, après

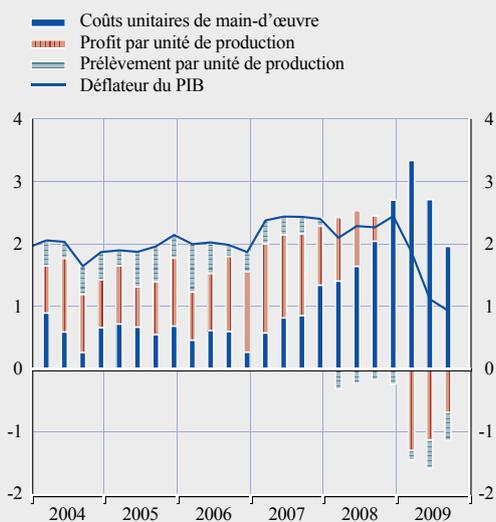
s'être ralentie pour afficher en moyenne -0,2% en 2008 (en comparaison des taux de croissance de l'ordre de 1 à 1,5% observés en 2006 et 2007), a atteint un étiage au premier trimestre 2009, accusant un recul de 3,8% en glissement annuel. La variation de ce taux s'est modérée, puisqu'il n'affichait plus qu'un repli de 2% au troisième trimestre 2009, dans le contexte d'un gonflement de la production alors que de nouvelles suppressions d'emplois ont été recensées (cf. graphique 28).

MARGES BÉNÉFICIAIRES

Les marges d'exploitation ont amorcé une contraction rapide lorsque les coûts salariaux unitaires ont enflé. Des pressions se sont exercées sur les prix de vente à l'échelle mondiale, comme l'atteste le taux de croissance annuel du déflateur du PIB, qui est rapidement revenu de 2,3% mi-2008 à 0,9% au troisième trimestre 2009 (cf. graphique 29). Un indicateur du niveau général des marges bénéficiaires, mesurées comme la différence entre le taux de croissance du déflateur du PIB et celui des coûts salariaux unitaires, fait apparaître un resserrement sensible des marges bénéficiaires

Graphique 29 Décomposition du déflateur du PIB

(variations annuelles en pourcentage; en points de pourcentage)



Source : Eurostat

Graphique 30 Évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage; données annuelles)



Source : Calculs de la BCE à partir de données nationales non harmonisées
 Note : Les données pour 2009 portent sur le premier semestre de l'année.

de 3,5 points de pourcentage pendant les trois premiers trimestres 2009, après que celles-ci eurent cédé 1,3 point de pourcentage en 2008.

Dans ce contexte, le bénéfice d'exploitation des sociétés, exprimé en termes bruts, s'est contracté de 11% pendant les trois premiers trimestres de 2009 par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Ce repli s'explique par l'effet de volume exercé par un tassement de l'activité économique et de l'influence, sur les marges, du fléchissement du bénéfice par unité de production, dans des proportions globalement équivalentes.

RECU DES PRIX DE L'IMMOBILIER, RÉSIDENTIEL ET COMMERCIAL

Les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro, qui n'entrent pas dans le calcul de l'IPCH, se sont repliés au premier semestre 2009, après avoir affiché une tendance au ralentissement depuis le second semestre 2005. D'après les dernières estimations, les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro ont

globalement accusé une contraction annuelle d'environ 2,4% au premier semestre 2009. Ce recul faisait suite à un accroissement de 2,8% au premier semestre 2008 et de 0,8% au second semestre 2008 (cf. graphique 30). Les données nationales confirment que le fléchissement des prix de l'immobilier résidentiel a été relativement généralisé, nonobstant une certaine hétérogénéité entre pays ainsi qu'entre régions au sein des pays. Les prix de l'immobilier résidentiel, qui avaient commencé à refluer au second semestre 2007 en Irlande et au premier semestre 2008 à Malte, ont de nouveau enregistré d'importants replis dans ces deux pays au premier semestre 2009. De plus, les prix de l'immobilier résidentiel ont enregistré des baisses sensibles en Espagne, en France, en Slovénie et en Finlande au cours de la même période. En revanche, les prix de l'immobilier résidentiel se sont appréciés pendant la première moitié de 2009 en Italie, en Autriche et au Portugal. En Allemagne, les données ne font état que de légers fléchissements, après une période de faibles hausses.

La valeur de l'immobilier commercial dans la zone euro s'est inscrite en retrait depuis début 2008. Cette évolution cadre avec la notion selon laquelle celle-ci a été plus cyclique que les prix de l'immobilier résidentiel au cours de la dernière décennie. La détérioration des marchés de l'immobilier commercial dans la zone euro a été assez généralisée. Tous les États membres de la zone euro pour lesquels des données sont disponibles ont en effet enregistré une perte de la valeur de l'immobilier de prestige. En moyenne, les baisses de prix annuelles ont oscillé entre 10 et 13 % au cours des derniers trimestres, des mouvements qui varient toutefois d'un pays à l'autre. Ainsi, si des diminutions de prix annuelles de 50 % ont été enregistrées dans certains pays, des reculs modestes ont été observés dans d'autres. D'une manière générale, les pays qui ont enregistré les augmentations les plus vives entre 2004 et 2007 sont ceux-là mêmes qui ont fait l'objet des corrections les plus marquées depuis début 2008.

ÉVOLUTION DES ANTICIPATIONS D'INFLATION

Les informations obtenues par le biais du Consensus économique, du baromètre de la zone euro et de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels font apparaître que les anticipations d'inflation à long terme (dans cinq ans) tirées des enquêtes sont demeurées proches de 2 %. D'après l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, les estimations ponctuelles moyennes de l'inflation pour 2014 des prévisionnistes sondés par la BCE sont restées dans une étroite fourchette comprise entre 1,9 et 2 % en 2009. En outre, les points morts d'inflation dérivés des obligations indexées sur l'inflation et les taux comparables tirés des *swaps* indexés sur l'inflation dans la zone euro (sur la base du point mort d'inflation implicite anticipé à cinq ans dans cinq ans) ont continué d'osciller entre 2,2 et 2,7 % en 2009. Comme le souligne la section 2.2 du présent chapitre, ces mesures fondées sur le marché peuvent parfois être biaisées et il semble qu'elles aient été sensiblement influencées par des distorsions

relatives à la liquidité au cours de l'année dernière. Globalement, les deux enquêtes et les indicateurs fondés sur le marché ont continué de suggérer la présence d'un faible risque que les anticipations d'inflation puissent ne plus être ancrées.

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

CONTRACTION SANS PRÉCÉDENT DU PIB DE LA ZONE EURO EN 2009

Le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 4,0 % en 2009, dans le sillage du fléchissement rapide de la croissance, revenue de 2,7 % en 2007 à 0,5 % en 2008 (cf. tableau 3).

Cette contraction très prononcée, de loin la plus forte jamais enregistrée, a principalement résulté de la baisse très sensible de la production intervenue au dernier trimestre 2008 et au premier trimestre 2009, au cœur d'une période de recrudescence des turbulences financières, d'incertitude accrue et de contraction sans précédent de l'activité et de la demande au niveau mondial. Confrontées à la détérioration brutale des perspectives d'activité, à la dégradation accélérée des carnets de commande et à un accès réduit et plus coûteux au financement, les entreprises ont réagi en différant leurs plans de développement et en réduisant les stocks. Face à une hausse de l'incertitude, les ménages ont accru leur épargne dans un contexte de détérioration des perspectives d'emploi à court terme et de pertes sur leurs portefeuilles. En conséquence, le PIB a enregistré une baisse cumulée de 4,4 % au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. Par la suite, la production s'est globalement stabilisée au cours du deuxième trimestre 2009 et a renoué avec une croissance positive au second semestre de l'année, quoiqu'à un rythme modéré et en partant d'un niveau très bas, dans un contexte d'amélioration progressive des conditions financières et de redémarrage des échanges commerciaux.

Tableau 3 Structure de la croissance du PIB en volume

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

	Taux annuels ¹⁾								Taux trimestriels ²⁾				
	2007	2008	2009	2008 T4	2009 T1	2009 T2	2009 T3	2009 T4	2008 T4	2009 T1	2009 T2	2009 T3	2009 T4
Produit intérieur brut en volume	2,7	0,5	-4,0	-1,8	-5,0	-4,8	-4,0	-2,1	-1,9	-2,5	-0,1	0,4	0,1
<i>dont:</i>													
Demande intérieure ³⁾	2,4	0,6	.	-0,5	-3,2	-3,4	-3,2	.	-0,8	-2,0	-0,7	0,4	.
Consommation privée	1,6	0,4	.	-0,7	-1,3	-0,9	-1,0	.	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	.
Consommation publique	2,3	2,0	.	2,4	2,5	2,5	2,5	.	0,6	0,6	0,6	0,6	.
Formation brute de capital fixe	4,7	-0,7	.	-5,8	-11,5	-11,7	-11,4	.	-4,0	-5,4	-1,6	-0,8	.
Variation des stocks ⁴⁾	0,0	0,1	.	0,6	-0,5	-0,8	-0,6	.	0,2	-0,8	-0,6	0,5	.
Exportations nettes ⁵⁾	0,4	0,0	.	-1,3	-1,8	-1,5	-0,9	.	-1,1	-0,5	0,6	0,1	.
Exportations ⁵⁾	6,3	0,8	.	-6,9	-16,6	-17,2	-13,5	.	-7,2	-8,6	-1,2	3,1	.
Importations ⁵⁾	5,5	0,9	.	-4,0	-12,8	-14,3	-11,8	.	-4,8	-7,4	-2,8	3,0	.
Valeur ajoutée brute en volume													
<i>dont:</i>													
Industrie hors construction	2,4	-0,9	.	-7,6	-16,6	-17,1	-13,6	.	-6,4	-8,3	-1,5	2,3	.
Construction	2,2	-0,8	.	-3,4	-5,9	-4,7	-4,2	.	-1,8	-1,0	-0,7	-0,8	.
Services purement marchands ⁶⁾	3,9	1,2	.	-0,7	-2,9	-2,9	-2,7	.	-1,1	-1,5	0,0	-0,0	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

2) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

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

4) Y compris les acquisitions diminuées des cessions d'objets de valeur; en tant que contribution à la croissance du PIB en volume; en points de pourcentage.

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 directement comparables avec celles de la balance des paiements de la zone euro.

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

LA CONTRACTION DU PIB EST LARGEMENT IMPUTABLE AUX ÉVOLUTIONS DES DÉPENSES EN CAPITAL DU SECTEUR PRIVÉ ET À CELLES DU COMMERCE EXTÉRIEUR

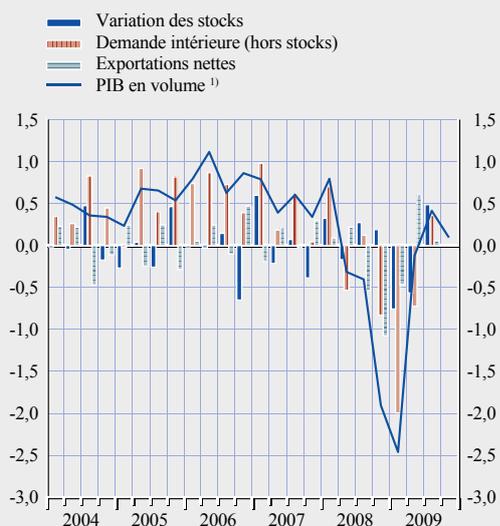
La forte contraction de la demande au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009 résulte principalement des évolutions des dépenses en capital du secteur privé et de celles du commerce international. En revanche, les dépenses publiques (consommation et dépenses en capital) ont continué d'augmenter et le recul de la consommation privée a été plus modéré. La détérioration de l'environnement extérieur à compter de mi-2008 s'est transformée en ralentissement sévère dans le sillage de l'intensification de la crise financière au dernier trimestre de l'année, avec un affaiblissement de la croissance dans les économies avancées et émergentes. La suspension de transactions et le report des livraisons, les entreprises cherchant à réaliser des économies tout au long de la chaîne d'approvisionnement mondiale, ont entraîné une contraction particulièrement forte des

exportations au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. Dans ce contexte, les entreprises ont réduit de façon drastique leurs dépenses d'investissement au niveau tant de la FBCF que des stocks. Avec la détérioration rapide des marchés de l'immobilier résidentiel, la baisse de l'investissement des ménages s'est également accélérée. Dans le même temps, diverses mesures prises par les pouvoirs publics dans le cadre du Plan européen de relance économique ainsi que l'accélération de la désinflation ont soutenu le revenu des ménages et freiné le recul de la consommation (cf. graphique 31).

La consommation privée a diminué de 1% environ en 2009, en liaison avec l'augmentation de l'épargne de précaution. Dans le même temps, la croissance du revenu réel disponible des ménages a fait preuve d'une certaine résistance, avec une progression annuelle proche de 1%, notamment au regard de l'ampleur de la contraction de la production et par conséquent

Graphique 31 Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume

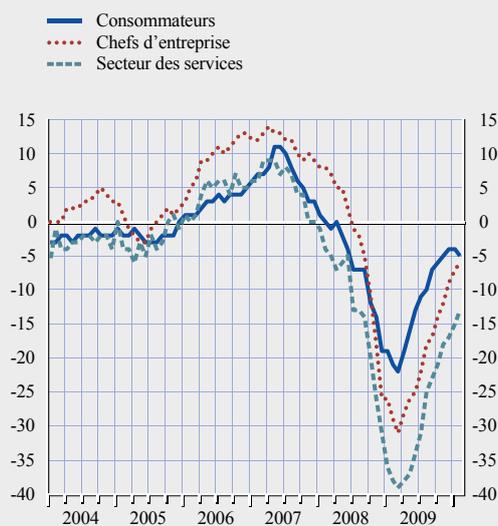
(contributions trimestrielles en points de pourcentage; données cvs)



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

Graphique 32 Indicateurs de confiance

(soldes d'opinion; cvs)



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

du revenu disponible total des ménages de la zone euro. Cette résistance relative résulte de quatre facteurs principaux. Premièrement, la progression de la rémunération par salarié s'est ralentie moins sensiblement que la productivité du travail, les salaires continuant d'augmenter, essentiellement en raison de la durée des conventions collectives (cf. la section 2.3 de ce chapitre). De plus, l'emploi s'est nettement moins contracté que la production, les entreprises ayant maintenu des sureffectifs en recourant notamment aux dispositifs subventionnés par les pouvoirs publics. Troisièmement, les mesures de relance budgétaire et les stabilisateurs automatiques dans les budgets publics ont apporté un soutien considérable au revenu disponible des ménages au travers d'une forte augmentation des prestations sociales, d'une moindre progression des cotisations sociales et d'une baisse des impôts sur le revenu. Enfin, la très faible inflation enregistrée en moyenne en 2009 a également contribué à cette résistance.

Toutefois, dans un contexte d'incertitude accrue, de détérioration des perspectives du marché du travail, de diminution des patrimoines financiers, de durcissement des conditions du crédit et de dégradation des marchés du logement, les ménages ont sensiblement augmenté leur taux d'épargne. Ce taux a progressé de 1,6 point de pourcentage en un an selon les estimations, partant de 14,1 % en 2008 pour atteindre, au printemps 2009, des niveaux qui avaient été observés pour la dernière fois lors du pic des années 2002-2003. Au troisième trimestre 2009, le taux d'épargne a légèrement diminué en données corrigées des variations saisonnières. Les indicateurs de confiance des consommateurs, qui avaient culminé mi-2007, se sont effondrés à l'automne 2008 et se sont établis à des niveaux historiquement bas au printemps 2009, avant de se redresser pendant le reste de l'année (cf. graphique 32). La détérioration des perspectives du marché du travail a contribué au recul de la confiance des consommateurs, conduisant les ménages

à restreindre leurs dépenses et à constituer une épargne de précaution. L'incertitude des ménages quant aux perspectives économiques a également été renforcée par la baisse des prix de l'immobilier résidentiel et la forte diminution de leur patrimoine financier, liée à l'effondrement des marchés boursiers par rapport au pic précédemment enregistré, en dépit du renversement partiel de cette tendance amorcé au deuxième trimestre 2009. Le fait que les évolutions des taux d'épargne diffèrent fortement d'une région à l'autre met en évidence des variations importantes des situations et de la confiance au sein de la zone euro, notamment en ce qui concerne les marchés du travail.

Après avoir reculé de 1,3% sur la période de douze mois s'achevant au premier trimestre 2009, les dépenses des ménages ont tendu à se stabiliser sur le reste de 2009, grâce notamment aux « primes à la casse » destinées à inciter les consommateurs à acheter des voitures neuves. Ces dispositifs temporaires ont entraîné une forte augmentation des immatriculations de voitures particulières au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009, contribuant ainsi à résorber les stocks excédentaires de voitures et favorisant une reprise de la production automobile.

La croissance de la consommation publique est restée soutenue en 2009, avec une légère accélération par rapport au taux de progression de 2% enregistré en 2008, dans la mesure où ses principales composantes (salaires de la fonction publique et transferts sociaux en nature) n'ont pas été affectées à court terme par les évolutions conjoncturelles. En outre, les pouvoirs publics ont été généralement soucieux de soutenir l'économie pendant la récession.

La FBCF a diminué très fortement, se contractant de 11% en 2009 selon les estimations, après un léger recul en 2008 et deux années de croissance soutenue (5,7% en 2006 et 4,7% en 2007), avec des contractions en glissement trimestriel particulièrement marquées au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. Contrairement à l'investissement privé,

l'investissement public est resté dynamique, sa croissance enregistrant même une accélération, en raison de l'incidence progressive des décisions de dépenses contracycliques prises par les pouvoirs publics depuis fin 2008.

S'agissant des composantes de l'investissement privé, l'investissement en logements s'est fortement contracté en 2009, avec une diminution de 10% environ, dans un contexte de baisse des prix de l'immobilier résidentiel. Cette baisse représentait à peu près le double de celle enregistrée en 2008, après la fin de la phase d'expansion du cycle de la construction résidentielle en 2007. La contraction a généralement été plus prononcée dans les pays qui avaient connu une augmentation très rapide des prix de l'immobilier au milieu de la décennie et a été particulièrement sévère dans certains d'entre eux.

La FBCF des entreprises a diminué encore plus rapidement que l'investissement en logements, avec un recul de quelque 14% en rythme annuel, alors qu'elle avait enregistré une croissance modeste en 2008, grâce à un premier semestre dynamique. L'incertitude accrue entourant les perspectives d'activité, l'effondrement de la demande, les faibles tensions sur les capacités de production et la détérioration des marges bénéficiaires, ainsi que le durcissement initial des conditions de financement ont contribué à des degrés divers à cette contraction particulièrement forte de l'investissement des entreprises.

Les stocks, autre variable clé expliquant la dynamique de l'investissement non financier des entreprises, ont joué un rôle important dans l'aggravation du ralentissement économique. Selon les estimations, ils ont contribué à hauteur de 0,7 point de pourcentage environ au recul du PIB sur l'ensemble de 2009, apportant des contributions trimestrielles négatives importantes à la croissance au premier semestre 2009 (plus de 1,4 point de pourcentage du PIB) suivies d'un certain rebond au second semestre. Les entreprises ont commencé à réduire les stocks dans le commerce de détail ainsi que les

stocks de consommations intermédiaires dans le secteur manufacturier au second semestre 2008. En revanche, des stocks de produits finis se sont constitués à un rythme accéléré dans ce secteur, selon les enquêtes, les sociétés ayant sous-estimé au départ la rapidité du recul de la demande. Cette évolution, conjuguée à une nouvelle contraction attendue de la demande et à une hausse du coût de la détention de stocks, a conduit à ce que les stocks soient perçus comme étant nettement supérieurs au niveau souhaité à l'automne 2008. Sous l'effet de la baisse des prix à la production (matières premières et produits manufacturés), le coût de la détention de stocks a atteint des niveaux record à l'automne 2008, ce qui a fortement incité les entreprises à les réduire. Pour maintenir le ratio de rotation des stocks à un niveau optimal, les entreprises ont commencé à réduire sensiblement la production et, en conséquence, le processus de déstockage des produits finis a commencé à s'accélérer. Une importante réduction de tous les types de stocks est intervenue début 2009 et a culminé au deuxième trimestre. Au second semestre le processus de déstockage s'est ralenti, les stocks retombant rapidement à leurs niveaux tendanciels, ce qui a soutenu la croissance du PIB (cf. graphique 33). Fin 2009, les données d'enquête et d'autres informations ponctuelles indiquaient que les stocks excédentaires avaient été en grande partie résorbés et que les niveaux étaient généralement considérés comme « faibles ».

Les exportations de biens et de services de la zone euro se sont contractées de 13% environ en 2009, après avoir affiché des taux de croissance de 0,8% en 2008 et de 6,3% en 2007 (ces chiffres incluent les échanges commerciaux intra-zone euro). La détérioration de l'environnement extérieur à compter de mi-2008 s'est transformée en un ralentissement sévère au dernier trimestre de l'année, la suspension de nombreuses transactions et le report des livraisons ayant entraîné une contraction particulièrement importante des exportations. Corroborant la thèse d'une contraction de la chaîne d'approvisionnement, la demande de biens intermédiaires a été

Graphique 33 Stocks dans le secteur manufacturier et le commerce de détail (enquêtes auprès des directeurs d'achat)

(indices de diffusion)



Sources : Markit et BCE

Notes : Le total du secteur manufacturier correspond à une moyenne simple des consommations intermédiaires et des produits finis. Le total correspond à une moyenne simple du total du secteur manufacturier et du commerce de détail.

fortement affectée, de même que la demande de biens d'équipement. Dans le même temps, l'euro s'est sensiblement apprécié en termes effectifs nominaux, ce qui peut avoir également pesé sur les exportations. Toutefois, l'activité économique ayant atteint son point bas sur les principaux marchés d'exportation, les partenaires commerciaux interrompu le mouvement de déstockage et la chaîne d'approvisionnement commencé à retrouver un fonctionnement plus normal au niveau mondial, les exportations ont entamé un redressement au second semestre 2009. Durant les derniers mois de l'année, différentes enquêtes relatives aux commandes à l'exportation et aux carnets de commande dans l'industrie ont fait état d'un retour à la croissance. Parallèlement, les importations de la zone euro se sont contractées en 2009 (moins cependant que les exportations), sous l'effet du recul de la demande intérieure. L'incidence de la baisse des exportations ayant été prédominante, les échanges extérieurs nets ont apporté une contribution fortement négative, de près de 0,8 point de pourcentage, à la croissance du PIB sur l'ensemble de 2009.

Cette évolution était imputable à l'incidence (y compris l'acquis de croissance associé) des importantes contributions trimestrielles négatives observées au second semestre 2008 et au premier trimestre 2009, en dépit des contributions positives constatées sur le reste de l'année.

FORTE CONTRACTION DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE

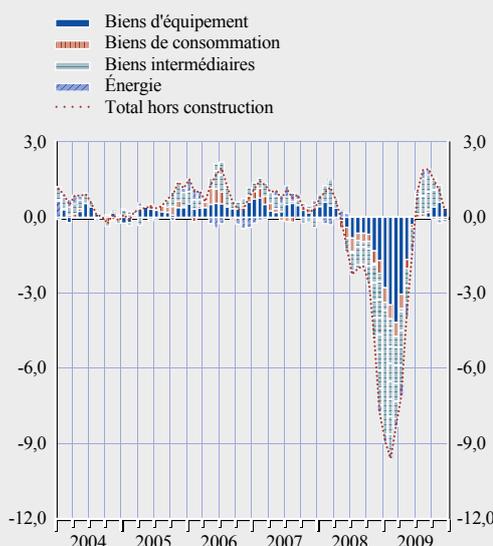
D'un point de vue sectoriel, la contraction de la production a surtout affecté l'industrie, plus fortement que ne le justifie le fait stylisé selon lequel le secteur industriel a tendance à présenter une plus grande sensibilité au cycle économique, la valeur ajoutée dans ce secteur hors construction ayant diminué de 15,8% en glissement annuel au cours des neuf premiers mois de 2009. Les services marchands et la construction ont reculé de 2,8% et de 4,9%, respectivement.

L'activité manufacturière a chuté particulièrement rapidement au cours de la période de six mois s'achevant en février 2009 et a atteint son point bas en avril 2009, s'inscrivant 22% en dessous du pic atteint en janvier 2008. Par la suite, la production dans le secteur manufacturier a commencé à se redresser, quoique lentement. L'utilisation des capacités de production dans ce secteur a enregistré son plus bas niveau en juillet, à 69,6% (selon les données d'enquête), nettement en dessous de sa moyenne de long terme de 81,4%.

La production de biens intermédiaires s'est contractée particulièrement fortement en réaction à l'interruption des livraisons et aux mouvements de déstockage intervenus tout au long de la chaîne d'approvisionnement. La production de biens d'équipement a également diminué, pâtissant de l'affaiblissement de la demande extérieure, de la contraction de l'investissement intérieur et d'une diminution rapide des commandes en attente, de même que la production dans l'industrie automobile. Au second semestre 2009, la production s'est redressée plus rapidement s'agissant des biens intermédiaires et de l'industrie automobile

Graphique 34 Croissance de la production industrielle et contributions à son évolution

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



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

(cf. graphique 34). La production dans le secteur de la construction est demeurée particulièrement faible, avec une poursuite de la détérioration dans la construction résidentielle. Ce recul a été particulièrement sévère dans plusieurs pays, notamment ceux où le poids de la construction en termes de PIB s'était sensiblement accru avant les perturbations financières. Les mesures gouvernementales visant à accélérer les projets d'infrastructure ont quelque peu compensé la situation dans ce secteur.

Bien qu'ayant fait preuve d'une plus grande résistance, la production dans le secteur des services marchands a diminué en rythme annuel, de près de 3% en termes de valeur ajoutée. Des tensions croissantes se sont exercées sur les services interentreprises, les entreprises réduisant leurs achats sur tous les postes où cela était possible et se limitant aux dépenses essentielles. Les transports ont été particulièrement affectés par le ralentissement des livraisons et les perturbations au niveau des

flux de la chaîne d'approvisionnement, et les services liés à l'emploi, secteur très sensible à la conjoncture, ont connu une chute brutale. D'après les données, les locations de voiture, la publicité et les services de conseil ont subi une forte baisse de la production. En revanche, les activités liées à la restructuration des entreprises ont prospéré et l'externalisation est restée relativement soutenue en raison des nouveaux efforts visant à réduire les coûts. De plus, les services informatiques ont enregistré des reculs moins prononcés. Les services destinés aux consommateurs ont affiché une meilleure tenue dans l'ensemble, même si de nombreuses branches ont fait état de contractions. Le commerce de détail dans son ensemble a été affecté par le recul de la consommation, avec un report significatif de la demande vers des produits moins chers, sans marque, ce qui a entraîné une forte baisse de la demande de produits plus onéreux.

DÉTÉRIORATION DE LA SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

En 2009, la situation s'est fortement dégradée sur le marché du travail de la zone euro. Cette évolution est intervenue après le retournement de tendance et l'annulation, en 2008, des améliorations importantes enregistrées les deux années précédentes, qui avaient abouti

fin 2007 à une situation particulièrement tendue sur les marchés du travail et à des tensions accrues sur les salaires. Parallèlement, la contraction de l'emploi et la hausse du chômage qui s'en est suivie ont été nettement moins marquées que ce que l'on pouvait craindre compte tenu de l'ampleur sans précédent du recul de la production, même en tenant compte du fait stylisé selon lequel l'emploi accuse un retard par rapport au cycle conjoncturel. De plus, l'incidence de ces évolutions a été relativement hétérogène selon les catégories de travailleurs et les pays (cf. encadré 5).

L'emploi dans la zone euro (mesuré en nombre de personnes) s'est contracté de 2,1% en rythme annuel au troisième trimestre 2009 (cf. tableau 4). De plus, les entreprises ont fortement réduit le temps de travail, profitant souvent des dispositifs de chômage technique subventionnés par les pouvoirs publics, comme en Belgique, en Allemagne et en Italie. En conséquence, le nombre moyen d'heures travaillées par actif occupé a diminué de 2%. La productivité par heure travaillée a fortement baissé, réduisant les marges bénéficiaires. De nombreuses entreprises ont préféré supporter le coût limité d'une politique de maintien des effectifs plutôt que d'être confrontées aux coûts plus élevés liés aux licenciements des salariés

Tableau 4 Évolutions du marché du travail

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

	2007	2008	2009	2008 T4	2009 T1	2009 T2	2009 T3	2009 T4
Population active	0,8	0,8	.	0,1	0,1	0,1	-0,1	.
Emploi	1,8	0,7	.	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5	.
Agriculture ¹⁾	-1,5	-1,4	.	0,1	-0,8	-0,8	-1,1	.
Industrie ²⁾	1,3	-0,8	.	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7	.
– hors construction	0,3	-0,1	.	-1,1	-1,5	-1,8	-1,6	.
– construction	3,8	-2,2	.	-2,2	-2,3	-1,4	-2,0	.
Services ³⁾	2,1	1,4	.	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	.
Taux de chômage⁴⁾								
Total	7,5	7,5	9,4	8,0	8,8	9,3	9,6	9,9
Moins de 25 ans	14,9	15,4	19,6	16,6	18,2	19,3	20,0	20,8
25 ans et plus	6,6	6,6	8,2	7,0	7,7	8,1	8,4	8,7

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

3) Hors organisations et organismes extraterritoriaux.

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

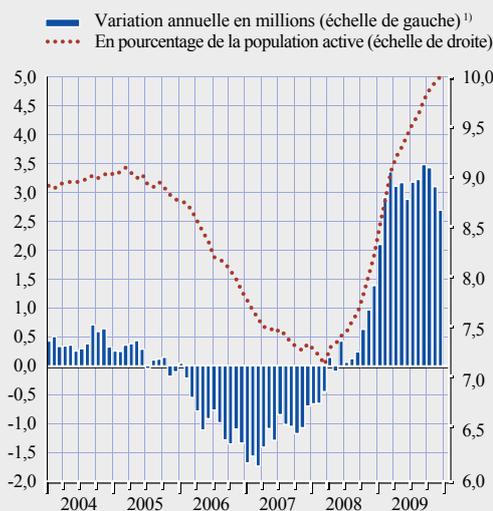
(par exemple, perte de capital humain ou coûts de licenciements). La croissance de la productivité ne s'est redressée que légèrement au second semestre 2009. La productivité apparente du travail, mesurée par le PIB divisé par l'emploi total, a fortement diminué, enregistrant une baisse de près de 2,2% en moyenne en 2009.

D'un point de vue sectoriel, l'emploi a continué de diminuer dans le secteur de la construction, reculant de 7,9% en rythme annuel au troisième trimestre 2009. En effet, l'augmentation des surcapacités de production a été particulièrement sensible dans certains pays, et la proportion de travailleurs temporaires employés dans ce secteur est relativement élevée. Dans un contexte marqué par une accélération de la baisse de la production, l'industrie hors construction a commencé à réduire l'emploi, quoiqu'avec un certain décalage, à hauteur de 6% en rythme annuel au troisième trimestre 2009. La croissance de l'emploi s'est ralentie plus modérément dans le secteur des services, avec un recul de 0,6% en glissement annuel au troisième trimestre 2009. Certains secteurs ont été plus touchés, notamment celui de l'intermédiation financière, dans un contexte de réduction des coûts de la part des banques, ainsi que le commerce et les transports, les services de placement d'emploi et certains autres services.

En 2009, la hausse mensuelle moyenne du nombre de chômeurs s'est établie à

Graphique 35 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat

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

230 000 personnes environ, avec un pic de près de 450 000 au premier trimestre 2009 et des progressions mensuelles plus proches de 80 000 à la fin de l'année. Le taux de chômage s'est établi à 9,9% au quatrième trimestre 2009, après avoir atteint un plancher de 7,2%, son plus bas niveau depuis des décennies, au premier trimestre 2008 (cf. graphique 35).

Encadré 5

LES ÉVOLUTIONS DE L'EMPLOI DANS LA ZONE EURO EN 2009

Après un ralentissement de la croissance de l'emploi en 2008, les marchés du travail de la zone euro se sont détériorés en 2009, parallèlement à la contraction de l'activité économique et à la hausse plus rapide du chômage. Cet encadré présente les évolutions de l'emploi dans la zone euro en 2009 et examine les situations spécifiques de certains États membres et de différentes catégories du marché du travail.

Généralement, les évolutions des variables du marché du travail ont tendance à réagir à celles de l'activité économique avec un certain décalage (cf. graphique A). Début 2009, des signes de plus en plus nombreux indiquaient que les répercussions de la récession économique, qui avaient entraîné au départ une forte et brusque contraction de l'emploi dans le secteur de la construction,

Graphique A Croissance du PIB et de l'emploi dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



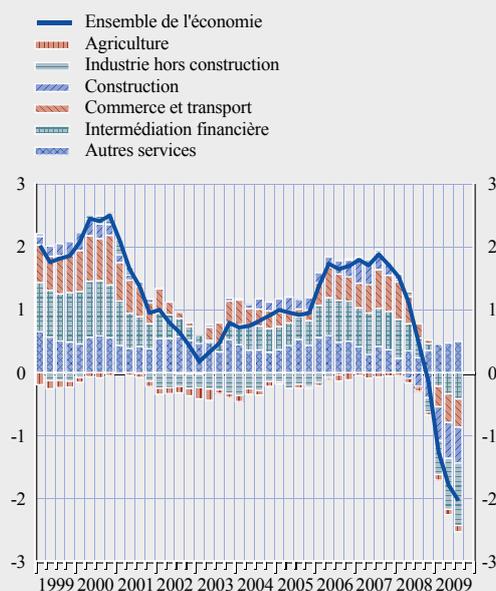
Sources : Eurostat et calculs de la BCE

commençaient à s'étendre à l'ensemble de l'économie, notamment au secteur industriel et, dans une moindre mesure, à celui des services du secteur privé (cf. graphique B). À l'été 2009, l'emploi enregistrait sa contraction la plus forte depuis le deuxième trimestre 1993.

Les populations les plus affectées par la détérioration du marché du travail sont, notamment, les jeunes, les titulaires d'un contrat temporaire et les travailleurs peu qualifiés (cf. graphique C). Le fort ralentissement de la croissance de l'emploi des jeunes a entraîné une hausse sensible du chômage pour cette catégorie de la population active dans l'ensemble de la zone euro, puisqu'il s'établit désormais à son plus haut niveau depuis novembre 1997. Pour les titulaires d'un contrat temporaire, la baisse de l'emploi qui s'était déjà largement amorcée en 2008, s'est nettement accentuée début 2009. L'emploi s'est aussi fortement contracté pour la catégorie des travailleurs peu qualifiés. Jusqu'à présent, les titulaires de contrats à

Graphique B Croissance de l'emploi dans la zone euro et contributions sectorielles

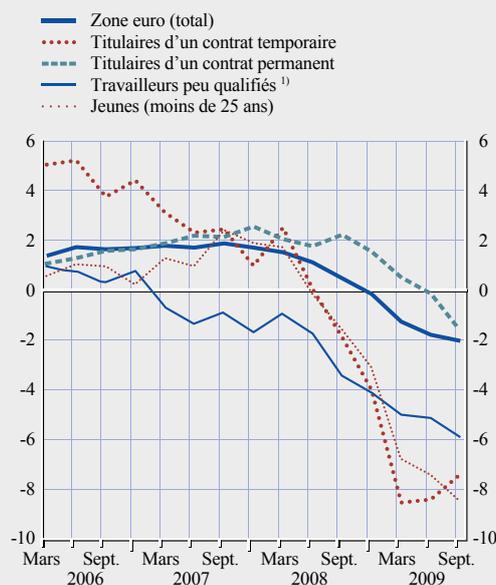
(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique C Croissance de l'emploi dans certaines catégories de la population active

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Les travailleurs peu qualifiés correspondent aux titulaires d'un brevet des collèges ou équivalent.

durée indéterminée ont été moins touchés, grâce notamment au degré généralement plus élevé de protection de l'emploi dont ils bénéficient¹. Il s'agit là, dans une certaine mesure, d'un profil d'évolution typique des récessions, mais qui soulève des inquiétudes de taille concernant l'atrophie des compétences, les éventuels effets d'hystérésis et, enfin, les pertes de production potentielles si les perspectives en matière d'emploi découragent les chômeurs et les incitent à se retirer du marché du travail, ou si les investissements en capital humain pour les catégories des jeunes ou des travailleurs faiblement qualifiés sont retardés ou altérés.

Évolutions du nombre total d'heures travaillées

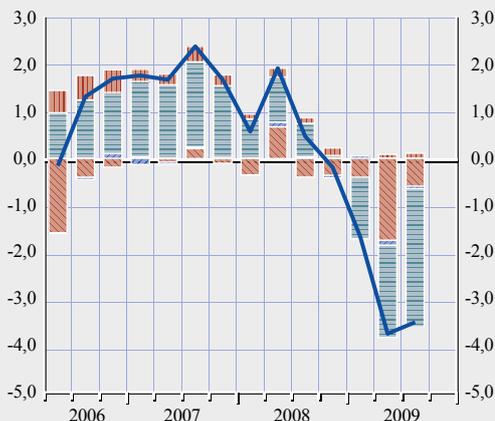
La forte diminution de la demande de main-d'œuvre ne s'est pas traduite uniquement par un recul de l'emploi. Au deuxième trimestre 2009, la zone euro a enregistré la plus forte baisse annuelle du nombre total d'heures travaillées depuis le début de la série en 2001. Si cette évolution reflète en grande partie les fortes réductions d'effectifs employés (notamment les pertes d'emplois à

temps plein) opérées dans la zone euro, mi-2009, elle résulte dans les mêmes proportions de la réduction substantielle du temps de travail hebdomadaire moyen des personnes occupant un emploi (cf. graphique D)². Le secteur privé a eu largement recours aux dispositifs d'ajustement du nombre d'heures travaillées, à la faveur de l'introduction ou de l'extension de mesures gouvernementales destinées à protéger les emplois durant la récession. De telles mesures peuvent être bénéfiques à court terme car elles permettent aux entreprises qui ignorent quelle sera la durée ou l'ampleur du ralentissement perçu de l'activité de maintenir leurs effectifs, évitant ainsi des pertes coûteuses en capital humain et une augmentation du chômage. En revanche, le recours prolongé à ce type de dispositifs présente des risques à long terme, en particulier si ces mesures empêchent une réallocation efficace des ressources entre les secteurs à la suite de déséquilibres de longue date.

Graphique D Évolutions du nombre d'heures travaillées dans la zone euro et contributions

(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)

- Variation annuelle du nombre total d'heures travaillées dans la zone euro
- Contribution au total de la variation de l'emploi à temps partiel
- Contribution au total de la variation de l'emploi à temps plein
- Contribution au total de la variation de la durée du travail hebdomadaire moyenne des travailleurs à temps partiel
- Contribution au total de la variation de la durée du travail hebdomadaire moyenne des travailleurs à plein temps



Sources : Eurostat, enquête européenne sur les forces de travail et calculs de la BCE

1 Cf., également, les encadrés intitulés *Ajustements du marché du travail durant la période actuelle de contraction de l'activité économique* et *Composition du recul récent de l'emploi dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juin 2009 et septembre 2009, respectivement

2 Les données déclarées sont tirées de l'enquête européenne sur les forces de travail, dans la mesure où aucun agrégat n'est disponible pour la zone euro à une fréquence trimestrielle, à partir des sources de comptes nationaux. S'agissant de la modification des heures travaillées tirée des comptes nationaux, sur la base d'agrégations des données disponibles pour les trois principales économies de la zone euro uniquement, cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes de la productivité dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de décembre 2009.

Évolutions du chômage

Déjà amorcée au printemps 2008, l'augmentation du chômage a commencé à s'accroître début 2009, le nombre de chômeurs affichant une hausse record au premier trimestre de l'année. En dépit d'une légère atténuation au cours des mois suivants, les pertes d'emploi ont augmenté à un rythme trimestriel sans précédent dans la zone euro. Ainsi, fin 2009, le taux de chômage de la zone avait atteint 10,0%, son niveau le plus élevé depuis dix ans. En outre, de fortes disparités subsistent entre les pays, plusieurs d'entre eux (en particulier l'Irlande et l'Espagne) enregistrant une hausse relativement prononcée de leur taux de chômage, tandis que dans d'autres (en particulier l'Allemagne et l'Italie), elle a été plutôt modérée, en dépit d'un recul relativement important de la production³.

Ces disparités sont sans aucun doute la conséquence, en partie, d'un ajustement brutal après l'éclatement des bulles qui s'étaient développées dans le secteur de la construction, l'Irlande et l'Espagne subissant excessivement la forte contraction observée dans ce secteur, qui avait connu jusqu'alors un développement exceptionnel. Elles peuvent également s'expliquer par l'existence de cadres institutionnels très différents d'un pays à l'autre et par les réponses divergentes apportées par les pouvoirs publics à la récession. Ainsi, le large recours à une flexibilité accrue des dispositifs régissant la durée du travail, notamment dans le secteur industriel en Allemagne et en Italie, a contribué au ralentissement de la hausse du chômage dans ces pays. En revanche, la plus forte incidence des contrats temporaires et le moindre recours aux dispositifs de chômage technique en Espagne ont entraîné des réductions massives d'effectifs, et donc une hausse sensible du chômage mesuré, qui a atteint 20% environ de la population active.

Les implications pour la politique économique

L'ampleur de la récession est sans précédent dans le passé récent. Étant donné que le chômage va probablement encore augmenter pendant un certain temps, les pouvoirs publics devront faire en sorte que les récentes détériorations ne se traduisent pas par une hausse du chômage structurel. Les améliorations à long terme du marché du travail dépendront sans doute largement de la capacité de réorganisation et de restructuration de la zone euro à la suite de la crise. Ce processus de restructuration créative nécessitera probablement la mise en œuvre de nouvelles réformes aussi bien des marchés du travail que des marchés de produits, afin de contribuer à l'amélioration des perspectives d'évolution à long terme de l'emploi et de faciliter la mobilité du travail durant le processus de transition. Les efforts devront notamment porter sur l'accroissement de la flexibilité des salaires afin de stimuler la demande de main-d'œuvre, en introduisant une différenciation suffisante selon la situation sur les marchés du travail, la position concurrentielle des entreprises et la productivité du travail. En outre, il faudra procéder en temps opportun au démantèlement des mesures de lutte contre la crise, notamment mettre un terme au recours actuellement massif aux dispositifs de chômage technique, pour permettre la nécessaire réallocation des ressources humaines des secteurs moins productifs vers les secteurs plus productifs. De nouvelles réformes structurelles contribueront à faciliter les transitions sur le marché du travail et à aider le retour à l'emploi. Les réformes qui améliorent l'efficacité et l'efficacités des politiques actives du marché du travail, notamment celles qui conjuguent des dispositifs de travail flexible ou d'aides sociales

³ Cf., également, l'encadré intitulé *Les liens entre la production et le chômage dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'octobre 2009. Depuis le point bas de 7,2% enregistré par le taux de chômage de la zone euro en mars 2008, l'Espagne a représenté, à elle seule, un peu plus de la moitié des 4,3 millions de nouveaux chômeurs dans la zone euro, la France et l'Italie contribuant à hauteur de 20% et 10%, respectivement. En dépit de sa population relativement faible, l'Irlande a contribué à hauteur de quelque 3,9%, contre 0,8% seulement pour l'Allemagne, la plus grande économie de la zone.

avec des mesures favorisant l'acquisition de capital humain et la formation continue, faciliteraient le retour à l'emploi des chômeurs. De même, l'assouplissement de la législation sur la protection de l'emploi des travailleurs en contrat à durée indéterminée permettrait d'atténuer en partie la dualité actuelle du marché du travail. Cet assouplissement serait aussi particulièrement bénéfique pour les jeunes arrivant sur le marché, jusqu'ici excessivement frappés par la récession et qui constituent une source potentielle de dynamisme et d'innovation. Sur les marchés des biens le renforcement de la concurrence encouragerait l'innovation et la mise en œuvre de pratiques de travail efficaces.

2.5 LES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

FORTE DÉTÉRIORATION DES POSITIONS BUDGÉTAIRES EN 2009

Dans un contexte de crise financière, de contraction économique majeure et de mesures de relance budgétaire contracycliques, la détérioration des positions budgétaires des pays de la zone euro, qui avait débuté en 2008, s'est très fortement accentuée en 2009. Selon les prévisions économiques d'automne de la Commission européenne, publiées le 3 novembre 2009, le ratio de déficit moyen des administrations publiques de la zone euro est passé de 2,0% du PIB en 2008 à 6,4% du PIB en 2009, soit la plus importante dégradation budgétaire constatée en une seule année depuis le début de l'UEM (cf. tableau 5). La détérioration de la situation budgétaire a coïncidé avec une forte baisse du PIB et a été provoquée par la dynamique des dépenses ainsi que par la diminution des recettes résultant en partie des réductions d'impôt et d'autres mesures de relance. Par conséquent, le ratio moyen de recettes sur PIB de la zone euro a diminué de 0,8 point de pourcentage, à 44,0%, alors que celui des dépenses a augmenté de 3,6 points de pourcentage pour atteindre le niveau relativement élevé de 50,4% du PIB.

Les prévisions d'automne 2009 de la Commission sont en moyenne légèrement moins favorables que les estimations présentées dans les programmes de stabilité actualisés, qui ont été soumis par la plupart des pays de la zone euro entre décembre 2009 et février 2010. Ces programmes font état d'un déficit légèrement inférieur pour l'ensemble de la zone euro, qui s'élèverait à 6,2% du PIB

en 2009 (cf. tableau 5). Presque tous les pays de la zone ont enregistré un déficit supérieur à la valeur de référence de 3% du PIB, trois d'entre eux (l'Irlande, la Grèce et l'Espagne) affichant même un ratio à deux chiffres.

Dans le cadre de la notification de l'automne 2009 au titre de la procédure de déficit excessif, à la suite du changement de gouvernement, la Grèce a nettement revu à la hausse son ratio de déficit pour 2008 (de 2,1 points de pourcentage), à 7,7% du PIB, et celui prévu pour 2009 (de 6,5 points de pourcentage), à 12,5% du PIB, révélant ainsi un très grave déséquilibre budgétaire. La révision du déficit de 2008 résulte principalement des dettes liées aux fournitures médicales destinées aux hôpitaux publics, d'un montant supérieur aux budgets impartis. La révision pour 2009 traduit le fait que les prévisions de départ reposaient dans une large mesure sur des objectifs budgétaires qui n'avaient pas été révisés sur la base des statistiques de finances publiques mensuelles et trimestrielles déjà disponibles. La détérioration constatée en 2009 résulte essentiellement de dépassements de dépenses, en particulier au titre des investissements publics et des subventions aux caisses de sécurité sociale, ainsi que de la diminution des recettes issues des impôts directs et indirects. Ces révisions, effectuées selon un schéma déjà observé au cours des années précédentes, mettent en lumière les carences systémiques de la Grèce en matière de production de statistiques et de prévisions budgétaires. Eurostat a émis des réserves concernant la qualité des données déclarées par la Grèce, en raison des grandes incertitudes relatives aux chiffres, et n'a pas validé les données budgétaires notifiées.

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

(en pourcentage du PIB)

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

	Prévisions de la Commission européenne			Programme de stabilité
	2007	2008	2009	2009
Belgique	-0,2	-1,2	-5,9	-5,9
Allemagne	0,2	0,0	-3,4	-3,2
Irlande	0,3	-7,2	-12,5	-11,7
Grèce	-3,7	-7,7	-12,7	-12,7
Espagne	1,9	-4,1	-11,2	-11,4
France	-2,7	-3,4	-8,3	-7,9
Italie	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3
Chypre	3,4	0,9	-3,5	n.d
Luxembourg	3,7	2,5	-2,2	-1,1
Malte	-2,2	-4,7	-4,5	-3,8
Pays-Bas	0,2	0,7	-4,7	-4,9
Autriche	-0,6	-0,4	-4,3	-3,5
Portugal	-2,6	-2,7	-8,0	n.d
Slovénie	0,0	-1,8	-6,3	-5,7
Slovaquie	-1,9	-2,3	-6,3	-6,3
Finlande	5,2	4,5	-2,8	-2,2
Zone euro	-0,6	-2,0	-6,4	-6,2

Dettes brutes des administrations publiques

	Prévisions de la Commission européenne			Programme de stabilité
	2007	2008	2009	2009
Belgique	84,2	89,8	97,2	97,9
Allemagne	65,0	65,9	73,1	72,5
Irlande	25,1	44,1	65,8	64,5
Grèce	95,6	99,2	112,6	113,4
Espagne	36,1	39,7	54,3	55,2
France	63,8	67,4	76,1	77,4
Italie	103,5	105,8	114,6	115,1
Chypre	58,3	48,4	53,2	n.d
Luxembourg	6,6	13,5	15,0	14,9
Malte	62,0	63,8	68,5	66,8
Pays-Bas	45,5	58,2	59,8	62,3
Autriche	59,5	62,6	69,1	66,5
Portugal	63,6	66,3	77,4	n.d
Slovénie	23,3	22,5	35,1	34,4
Slovaquie	29,3	27,7	34,6	37,1
Finlande	35,2	34,1	41,3	41,8
Zone euro	66,0	69,3	78,2	78,7

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

Notes: Les données sont basées sur les définitions du SEC 95. La moyenne de la zone euro comprend les seize pays qui en étaient membres au 1^{er} janvier 2009.

Fin février 2010, treize pays de la zone faisaient l'objet d'une procédure de déficit excessif. En décembre 2009, le Conseil Ecofin a fixé à 2013 l'échéance pour la correction des déficits excessifs dans la plupart des pays, sauf en Belgique, en Italie (2012) et en Irlande (2014) (cf. tableau 6). En février 2010, le Conseil

Ecofin a pris des décisions concernant Malte et la Grèce. S'agissant de Malte, où les autorités avaient prévu de ramener le ratio de déficit de 2009 en deçà de la valeur de référence, le délai a été fixé à 2011. En ce qui concerne la Grèce, suivant une décision prise en vertu de l'article 126(8) du Traité considérant qu'aucune

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

(en pourcentage du PIB)

	Solde budgétaire 2009	Début	Échéance	Ajustement structurel moyen recommandé par année
Belgique	-5,9	2010	2012	¾
Allemagne	-3,2	2011	2013	≥ 0,5
Irlande	-11,7	2010	2014	2
Grèce	-12,7	2010	2012	≥ 3½ en 2010-2011, ≥ 2½ en 2012
Espagne	-11,4	2010	2013	>1,5
France	-7,9	2010	2013	>1
Italie	-5,3	2010	2012	≥ 0,5
Chypre	n.d	-	-	-
Luxembourg	-1,1	-	-	-
Malte	-3,8	2010	2011	¾
Pays-Bas	-4,9	2011	2013	¾
Autriche	-3,5	2011	2013	¾
Portugal	n.d	2010	2013	1¼
Slovénie	-5,7	2010	2013	¾
Slovaquie	-6,3	2010	2013	1
Finlande	-2,2	-	-	-

Sources : Programmes de stabilité actualisés 2009-2010 (colonne 1) et recommandations de décembre 2009 et février 2010 du Conseil Ecofin (colonnes 2, 3 et 4)

action suivie d'effets n'avait été prise pour corriger le déficit excessif en 2009, le Conseil a adopté une décision en application de l'article 126(9), mettant en demeure ce pays de prendre des mesures dans le cadre de la procédure de déficit excessif. Cette décision a fixé à 2012 le délai imparti à la Grèce pour corriger son déficit excessif et a également invité le pays à fournir un calendrier détaillé des mesures à prendre sur lesquelles il devra rendre compte régulièrement et publiquement. Les exigences relatives à la Grèce ont fait suite à la déclaration du Conseil européen du 11 février 2010, aux termes de laquelle les gouvernements de l'UE soutiennent pleinement les efforts du gouvernement grec et son engagement à prendre toutes les mesures nécessaires pour assurer la réalisation des objectifs d'assainissement ambitieux.

Le recul de l'activité économique, l'augmentation des déficits et les interventions publiques en réponse à la crise financière ont alimenté une progression rapide du ratio de dette rapportée au PIB. Selon les prévisions

d'automne 2009 de la Commission, le ratio d'endettement brut moyen des administrations publiques de la zone euro a fortement augmenté, passant de 69,3% du PIB en 2008 à 78,2% du PIB en 2009. Les programmes de stabilité actualisés font état d'un ratio d'endettement de la zone euro globalement comparable pour 2009 (cf. tableau 5). Les ajustements dette-déficit, qui intègrent également l'incidence des opérations exceptionnelles, telles que les recapitalisations bancaires et les prêts aux entreprises privées (cf. encadré 6), ont également participé à l'augmentation du ratio d'endettement. En 2009, dix pays de la zone euro ont enregistré un ratio de dette publique supérieur à la valeur de référence de 60% du PIB (contre sept en 2007), deux d'entre eux (la Grèce et l'Italie) affichant même un ratio à trois chiffres. Dans tous les pays, ce ratio augmente depuis 2007-2008. En outre, les garanties publiques, qui sont comptabilisées au hors bilan, ont sensiblement élevé le niveau des engagements conditionnels des administrations publiques.

Encadré 6

LE SOUTIEN DE L'ÉTAT AU SECTEUR BANCAIRE LORS DE LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008 ET 2009 ET SON INCIDENCE SUR LES FINANCES PUBLIQUES DE LA ZONE EURO

En réponse à l'intensification de la crise financière en septembre 2008 (après la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers), les gouvernements de la zone euro ont adopté des mesures nationales pour soutenir leurs systèmes financiers et assurer des conditions de financement appropriées de l'économie réelle. Ces mesures étaient conformes aux principes communs d'action de l'UE¹, aux orientations ultérieures fournies par les communications de la Commission européenne² et aux recommandations de la BCE³.

À l'origine, le soutien public ciblait le passif des bilans des banques par le biais : (a) de garanties gouvernementales pour les prêts interbancaires et les nouvelles émissions de titres de dette bancaires, (b) de la recapitalisation des établissements financiers en difficulté, comprenant des injections de capitaux et des prêts, et (c) de l'extension de la couverture des dispositifs de garantie des dépôts des particuliers.

À partir de début 2009, le soutien public a commencé à s'orienter vers l'actif des bilans des banques en raison de l'incertitude élevée relative aux valorisations d'actifs et des risques découlant des nouvelles dépréciations d'actifs. Les mesures d'apurement des actifs comprenaient : (a) des mesures de sortie (les actifs dépréciés sont sortis des bilans) et (b) des dispositifs de garantie (les actifs restent au bilan, mais les banques sont assurées contre le risque de perte extrême).

Ces interventions sont parvenues à restaurer la stabilité du système financier, mais elles ont entraîné des coûts budgétaires substantiels pour les gouvernements de la zone euro. Selon les principes d'enregistrement statistique, précisés par Eurostat, le soutien de l'État sous forme d'injections de capitaux et de rachats d'actifs doit être enregistré comme une transaction financière affectant la dette des administrations publiques, mais n'ayant pas d'incidence sur le déficit ou l'excédent public, sauf si ces opérations sont effectuées au-dessus ou au-dessous du prix du marché. Le financement des opérations de sauvetage peut avoir une incidence sur la dette publique brute en fonction des besoins de financement qu'il peut générer pour l'État. Les garanties publiques représentent des engagements conditionnels et sont enregistrées au hors-bilan.

Le graphique fournit une vue d'ensemble des mesures de stabilisation du secteur financier prises par les gouvernements de la zone euro en 2008 et en 2009 (à gauche de la ligne bleue verticale), comprenant la création de structures *ad hoc* bénéficiant des garanties publiques. Il montre également (à droite de la ligne bleue verticale) leur incidence sur le ratio de dette publique et sur le montant

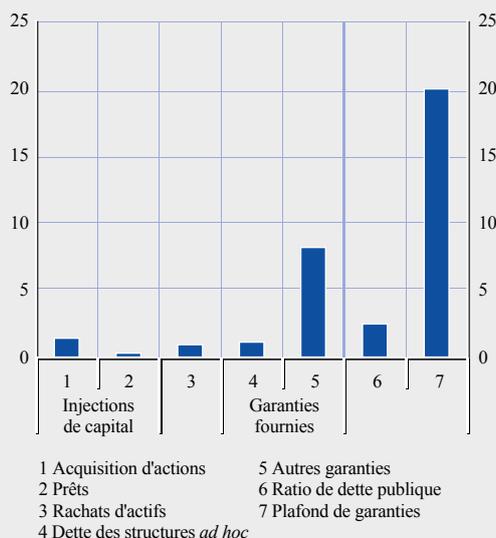
1 Lors de la réunion du Conseil Ecofin du 7 octobre 2008, il a été décidé que les mesures nationales de soutien des institutions financières systémiques seraient adoptées à titre temporaire et dans un cadre coordonné, tout en respectant les intérêts des contribuables. Le 12 octobre 2008, les pays de la zone euro ont adopté un plan d'action européen concerté, dont les principes ont été approuvés par le Conseil européen quelques jours plus tard et qui ont inspiré l'adoption de mesures nationales (supplémentaires) de soutien au système financier.

2 La Commission européenne a adopté les communications suivantes : (a) communication relative au secteur bancaire, JO C 270 du 25.10.2008 ; (b) communication relative à la recapitalisation des établissements financiers, JO C10 du 15.01.2009 ; (c) communication concernant le traitement des actifs dépréciés, JO C 72 du 26.03.2009 et (d) communication sur le retour à la viabilité et l'appréciation des mesures de restructuration prises dans le secteur financier, JO C 195 du 19.08.2009.

3 Recommandations du Conseil des gouverneurs de la BCE relatives aux garanties publiques pour la dette bancaire (20 octobre 2008) et à l'évaluation des recapitalisations (20 novembre 2008), disponibles sur le site internet de la BCE.

Opérations cumulées de stabilisation du secteur financier : incidence sur la dette publique et les engagements conditionnels

(2008-2009 ; en pourcentage du PIB 2009)



Source : SEBC

Note : Les garanties s'entendent hors garantie des dépôts des particuliers.

considérablement accrus depuis le début de la crise financière, et on ne peut écarter l'éventualité que de nouvelles garanties soient requises et/ou que certaines soient appelées à l'avenir. Comme l'illustre le graphique, à fin 2009, les engagements conditionnels implicites, mesurés par les ressources engagées dans les dispositifs de garantie (hors garanties publiques sur les dépôts des particuliers), s'élevaient à 20,1 % du PIB pour les gouvernements de la zone euro, tandis que les engagements conditionnels explicites, mesurés par les garanties effectivement activées par les banques, s'élevaient à 9,4 % environ du PIB.

La deuxième source de risque budgétaire concerne l'incidence du soutien public au secteur bancaire (recapitalisations bancaires, achats d'actifs et prêts) sur la taille et la composition du bilan de l'État⁴. En principe, ces interventions représentent des acquisitions d'actifs financiers n'ayant pas d'incidence sur la dette publique nette. Toutefois, d'éventuels effets de valorisation, ainsi que l'incertitude entourant le produit effectif de la cession future de ces actifs, pourraient avoir une incidence sur la solvabilité des États.

Enfin, les coûts budgétaires du soutien au secteur bancaire sont en partie compensés par les dividendes, les paiements d'intérêts et les commissions versées à l'État par les banques en échange d'un soutien financier.

En conclusion, une évaluation des coûts budgétaires nets du soutien public au secteur bancaire doit s'effectuer dans une perspective à long terme, allant au-delà de l'année où le soutien a effectivement été apporté, et doit prendre en compte les implications plus larges de ce soutien pour le bilan de l'État.

des garanties (y compris celles couvrant les obligations émises par les structures *ad hoc*) que les gouvernements de la zone euro se sont engagés à apporter et qu'ils ont fournies, dans une certaine mesure, à fin 2009.

Pour la période 2008-2009, l'incidence cumulée sur la dette publique de la zone euro des opérations de stabilisation (en tenant également compte des remboursements des opérations de soutien en capital dans certains pays) a représenté 2,5 % du PIB, tandis que l'incidence sur le déficit public a été faible.

Outre leur incidence directe sur le déficit et la dette, les opérations de sauvetage des banques ont entraîné des risques budgétaires plus larges, dont l'effet négatif sur les comptes publics risque de se concrétiser à moyen et long termes. Les pouvoirs publics ont pris deux types de risques budgétaires. Les engagements conditionnels représentent la première source de risque budgétaire. Ces engagements se sont

⁴ Cf. l'étude du FMI intitulée *Crisis-Related Measures in the Financial System and Sovereign Balance Sheet Risks*, Département des finances publiques et Département des marchés monétaires et de capitaux (juillet 2009)

Reflétant ces risques accrus pour la soutenabilité budgétaire, le creusement des écarts de rendement souverains dans la zone euro, qui s'était accentué à l'automne 2008, a persisté sur une partie de l'année 2009 (cf. encadré 7). En dépit de leur resserrement depuis mars 2009, ces écarts étaient, en fin d'année et début 2010, fortement éloignés de leur tendance moyenne dans certains pays affichant des évolutions budgétaires particulièrement défavorables, surtout en Grèce.

L'analyse des facteurs qui sous-tendent la détérioration budgétaire est très difficile à ce stade en raison de l'incertitude qui entoure l'identification de la croissance tendancielle et de l'écart de production en temps réel. Cette réserve étant formulée, ce sont à la fois le fonctionnement des stabilisateurs automatiques et l'orientation expansionniste de la politique budgétaire adoptée dans les pays de la zone euro qui ont eu un impact négatif non négligeable sur l'équilibre budgétaire.

Plus précisément, le ralentissement économique a entraîné une diminution des bases d'imposition et une augmentation des prestations sociales et des transferts sociaux. De plus, les pertes de recettes au-delà de ce que l'on pourrait prévoir sur la base des élasticités estimées ont exercé une pression à la hausse sur les déficits. La dégradation reflète en grande partie les réductions d'impôt et d'autres mesures de relance budgétaire mises en œuvre dans de nombreux pays de la zone euro, ainsi qu'un taux de croissance structurel des dépenses supérieur à la tendance du PIB. La Commission européenne estime que les mesures discrétionnaires mises en œuvre en 2009 s'élèvent à 1,3 % du PIB, reflétant essentiellement les dispositifs de relance budgétaire mis en place en liaison avec le plan de relance économique européen adopté fin 2008. En dépit de l'incertitude quant à la part des effets conjoncturels et structurels dans les évolutions budgétaires, tous les pays de la zone euro devront consentir un effort considérable d'assainissement budgétaire pour garantir la viabilité de leurs finances publiques.

Encadré 7

LES ÉVOLUTIONS DES ÉMISSIONS ET DES ÉCARTS DE RENDEMENT DES TITRES DE CRÉANCE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DE LA ZONE EURO

La croissance annuelle de l'encours des titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro s'est établie à 11,3 % en 2009, taux légèrement supérieur à celui, déjà élevé, de 8,1 % observé en 2008 (cf. tableau A) et le plus haut enregistré au cours des dix dernières années¹. Cette progression a reflété les importants déséquilibres budgétaires constatés en 2009 dans la plupart des pays de la zone euro. Conjuguées à la croissance fortement négative du PIB en volume observée en 2009, les nouvelles émissions ont contribué à une détérioration sensible du ratio de la dette publique de la zone qui est ressorti à 78,2 % en 2009 après 69,3 % en 2008.

Une analyse de la structure des émissions nettes en 2009 révèle que l'activité sur le marché primaire des titres de créance à court terme a continué de progresser fortement, mais à un rythme plus lent qu'en 2008. Cette évolution résulte notamment d'une accentuation de la pente de la courbe des rendements en 2009, qui a rendu relativement plus attractifs les financements à court terme car moins coûteux. De plus, le recours accru au financement à court terme peut

¹ Les taux de croissance sont calculés sur la base des transactions financières et excluent par conséquent les reclassements, effets de valorisation, variations de taux de change et tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Pour de plus amples détails, cf. les notes techniques relatives aux sections 4.3 et 4.4 de la partie *Statistiques de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE.

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

(en pourcentage; données de fin de période)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Total administrations publiques	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,1	11,3
<i>Long terme</i>	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,7	9,6
Taux fixe	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,5	9,6
Taux variable	-1,6	7,0	8,4	3,0	5,4	5,2	6,4
<i>Court terme</i>	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,4	24,2

Source : BCE

également avoir reflété un affaiblissement de l'appétence des investisseurs pour les titres de la dette publique à plus long terme au premier semestre, ainsi que, pour certains pays, des *spreads* (écarts) de risque plus élevés sur la dette à long terme par rapport à la dette à court terme. En conséquence, la part de la dette à long terme a continué de diminuer pour s'inscrire à 86,7% de l'encours des titres de créance en 2009, niveau nettement inférieur à la moyenne observée depuis le démarrage de la phase III de l'UEM (cf. tableau B).

Les paiements d'intérêts par rapport au PIB sont restés globalement inchangés en 2009 par rapport à 2008. Le graphique A décompose la variation des paiements d'intérêts de la manière suivante : (a) un effet imputable aux variations de la dette publique, (b) un effet résultant des modifications de taux d'intérêt et (c) un effet croisé résiduel². En effet, la contribution de la

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)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Administrations centrales	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5	93,8
<i>Titres à long terme</i>	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,8	80,9
<i>Titres à court terme</i>	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8	12,9
Autres administrations publiques	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5	6,2
<i>Titres à long terme</i>	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0	5,8
<i>Titres à court terme</i>	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,3
Total administrations publiques							
<i>Long terme</i>	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,8	86,7
Taux fixe	82,2	82,6	83,2	84,0	83,3	79,7	77,6
Taux variable	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	8,1	7,8
<i>Court terme</i>	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,2	13,3
Total administrations publiques en milliards d'euros	4 151,8	4 386,8	4 604,8	4 706,6	4 836,7	5 261,1	5 809,9

Source : BCE

2 La variation des paiements d'intérêts nominaux, I , peut être décomposée comme suit :

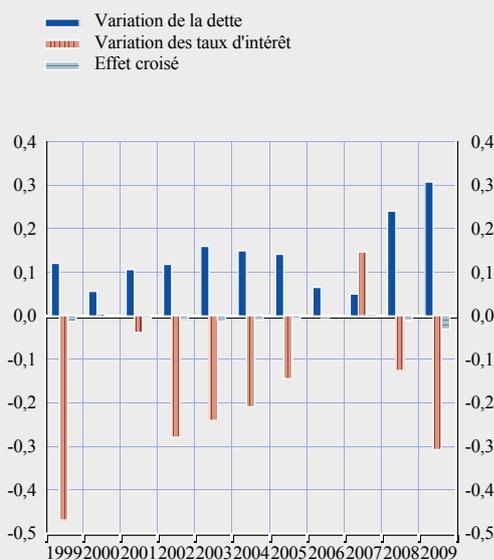
$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$\left\{ \begin{array}{l} \text{Effet imputable} \\ \text{à la variation} \\ \text{de la dette} \end{array} \right.$
 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Effet imputable} \\ \text{à la modification} \\ \text{des taux d'intérêt} \end{array} \right.$
 $\left\{ \begin{array}{l} \text{Effet croisé} \\ \text{(résiduel)} \end{array} \right.$

où B représente la dette nominale des administrations publiques et i le taux d'intérêt implicite moyen (I/B).

Graphique A Décomposition de la variation de la charge d'intérêts pour la période 1999-2009

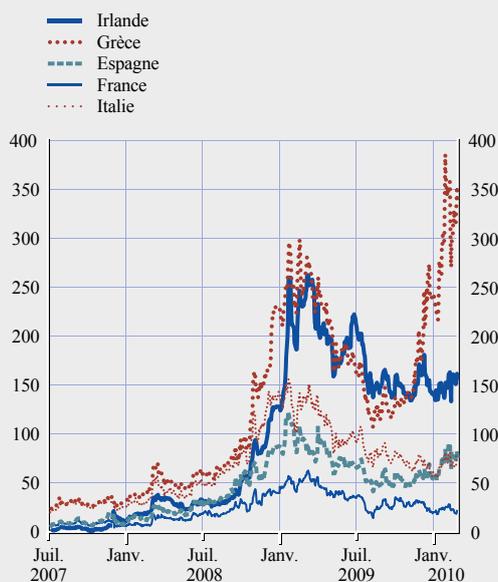
(en pourcentage du PIB ; données annuelles)



Source : Commission européenne (base de données AMECO)

Graphique B Écarts de rendement entre une sélection d'obligations souveraines et les emprunts publics allemands

(données quotidiennes ; en points de base)



Source : Thomson Financial Datastream
Note : Emprunts phare à dix ans.

baisse des taux d'intérêt (0,3 % du PIB) a été légèrement supérieure à l'incidence haussière de l'évolution de la dette publique. L'incidence de l'effet croisé a été faible.

La tendance haussière des écarts de rendement des emprunts publics, qui s'est amorcée début 2008, s'est poursuivie sur une grande partie de 2009 (cf. graphique B). Au premier trimestre 2009, les écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans vis-à-vis de l'Allemagne ont donc atteint leurs niveaux les plus élevés depuis le démarrage de l'Union monétaire. Ce pic, qui a coïncidé avec le point bas des cours des actions et autres actifs risqués, a reflété de fortes hausses de primes de liquidité et de risque de crédit³. Avec le retour progressif de la confiance sur les marchés après mars 2009, les écarts de rendement sur les obligations souveraines de la plupart des pays de la zone euro se sont progressivement resserrés pour revenir à des niveaux inférieurs à la moitié de leurs points hauts. Certains pays ont toutefois enregistré un nouveau creusement significatif des écarts de rendement fin 2009 et début 2010. Des évolutions similaires ont été observées pour les primes de *swaps* sur défaut (*credit default swaps* – CDS) souverains.

Tout au long de la crise financière, une forte corrélation entre les primes de risque souverain a été observée dans la zone euro, donnant à penser que la plupart du temps, les écarts de rendement

3 Pour des analyses récentes des évolutions des écarts de rendement des obligations souveraines dans la zone euro, cf. les encadrés du *Bulletin mensuel* intitulés *Primes de crédit et de liquidité intégrées aux rendements d'une sélection d'obligations souveraines de la zone euro : nouvelles observations* (septembre 2009), *Comparaison des évolutions respectives des écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro et de ceux des obligations émises par les États fédérés américains durant la crise financière* (juillet 2009), *Comment les plans de sauvetage des banques mis en place par les gouvernements ont-ils affecté la perception du risque de crédit par les investisseurs ?* (mars 2009), *Récent élargissement des écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro* (novembre 2008) ainsi que l'article intitulé *Les conséquences du soutien de l'État au secteur bancaire pour les finances publiques de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de juillet 2009

étaient pour l'essentiel déterminés par des chocs communs à tous les pays plutôt que propres à certains, notamment une appréciation plus réaliste du risque. Toutefois, la sensibilité à ces chocs communs a largement divergé selon les pays. Elle reflétait fondamentalement la solidité des situations budgétaires effectives et prévues, les pays qui présentaient des situations budgétaires moins solides subissant de plus fortes augmentations des écarts de rendement. En outre, certains gouvernements de la zone euro ont pris à leur charge des engagements budgétaires conditionnels résultant des mesures nationales de soutien au secteur bancaire, ce qui s'est également répercuté sur les écarts de rendement⁴.

4 Pour une analyse du rôle des chocs communs aux différents pays et de l'incidence des mesures de soutien au secteur bancaire sur l'exposition au risque souverain, cf. J. Ejsing et W. Lemke, *The Janus-Headed Salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09*, document de travail de la BCE n° 1127, décembre 2009. Pour une étude récente des facteurs qui sous-tendent la hausse générale des écarts de rendement souverains intra-zone euro, cf. M. G. Attinasi, C. Checherita et C. Nickel, *What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?*, document de travail de la BCE n° 1131, décembre 2009

SOUTENABILITÉ À LONG TERME ET ACCORDS EUROPÉENS

Les risques budgétaires découlant des prévisions de coûts liés au vieillissement de la population, conjugués aux systèmes de retraite par répartition et aux régimes de santé, sont amplifiés par l'existence actuelle de graves déséquilibres budgétaires et les perspectives de ralentissement de la croissance tendancielle. Par conséquent, la question de la soutenabilité des finances publiques se situe désormais au cœur des débats menés au sein des instances européennes.

Les ministres des Finances de l'Eurogroupe se sont engagés, en juin 2009, à mettre en œuvre des stratégies budgétaires à moyen terme robustes, capables d'aboutir à une correction rapide des déficits excessifs. En octobre 2009, en vue d'établir un équilibre entre les questions de stabilité et de viabilité, le Conseil Ecofin a souligné la nécessité de définir une stratégie de sortie coordonnée entre les différents pays, dans le cadre d'une mise en œuvre cohérente du Pacte de stabilité et de croissance. Outre la suppression en temps opportun des mesures de relance budgétaire, le Conseil a souligné la nécessité de fixer des objectifs ambitieux en matière d'assainissement des finances publiques, nettement supérieurs à la référence de 0,5 % du PIB par an en termes structurels.

En novembre 2009, le Conseil Ecofin a reconnu que la détérioration des finances publiques

provoquée par la crise actuelle compliquait sensiblement les défis liés au vieillissement de la population et contribuait au niveau élevé de la dette publique et au ralentissement de la croissance potentielle à long terme. En outre, il a considéré que, compte tenu de la crise, l'incertitude entourant l'évaluation des situations budgétaires structurelles et les projections à long terme était accrue. Le Conseil a reconnu la nécessité d'agir de toute urgence pour améliorer la viabilité des finances publiques à long terme. À cette fin, il a souligné qu'il était crucial de mettre en œuvre avec détermination la stratégie en trois volets adoptée lors du Conseil européen de Stockholm, en 2001. Cette stratégie comporte des mesures axées sur la réduction du déficit et de la dette publics, l'augmentation des taux d'emploi et la réforme des systèmes de protection sociale. La réduction des ratios de dette découlera à la fois de l'assainissement budgétaire et des réformes structurelles destinées à soutenir la croissance potentielle.

Le Conseil Ecofin a également approuvé, en mai 2009, les projections à long terme actualisées des dépenses publiques liées au vieillissement de la population. Le conseil est arrivé à un nouvel accord pour évaluer la pertinence des objectifs budgétaires à moyen terme définis pour chaque pays. Comme le requiert le Code de conduite révisé de 2005 sur la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance, la nouvelle méthodologie prendra en compte non

seulement le niveau de la dette mais également les engagements implicites des administrations publiques résultant du vieillissement de la population. Aux termes de cet accord, les objectifs budgétaires à moyen terme doivent garantir à tout le moins une stabilisation à long terme du ratio de dette publique à la valeur de référence de 60% du PIB, la réalisation d'un effort supplémentaire de réduction de la dette dans les pays où elle est supérieure à 60% du PIB et une anticipation partielle des coûts budgétaires liés au vieillissement de la population. Le Code de conduite révisé a été mis en œuvre dès la mise à jour pour 2009 et 2010 des programmes de stabilité.

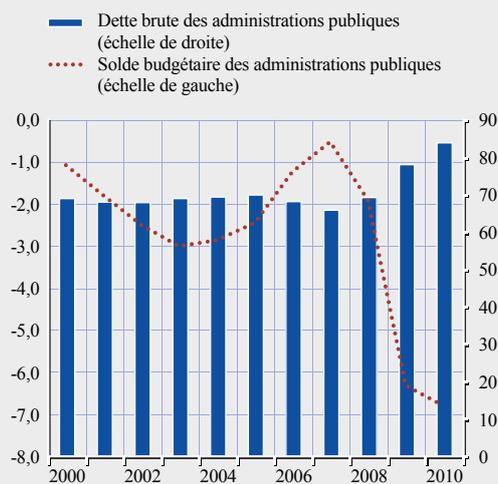
Dans sa déclaration de février 2010 concernant la Grèce, le Conseil européen a rappelé que tous les États membres de la zone euro doivent mener des politiques nationales saines conformes aux règles agréées et qu'ils ont une responsabilité partagée pour la stabilité économique et financière de la zone. La déclaration précise également que les États membres de la zone euro prendront des mesures déterminées et coordonnées, si nécessaire, pour préserver la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble.

NOUVELLE DÉTÉRIORATION DES FINANCES PUBLIQUES PRÉVUE EN 2010

En 2010, la situation budgétaire devrait encore se détériorer dans la zone euro. Selon les prévisions de l'automne 2009 de la Commission européenne, le ratio de déficit moyen des administrations publiques de la zone devrait encore augmenter de 0,5 point de pourcentage pour s'inscrire à 6,9% du PIB (cf. graphique 36). Le ratio moyen de recettes devrait diminuer de 0,3 point de pourcentage, tandis que celui des dépenses primaires demeurerait globalement stable et que celui des dépenses d'intérêts augmenterait de 0,2 point de pourcentage. Tous les pays de la zone devraient dépasser la valeur de référence de 3% du PIB en 2010. Le ratio moyen de dette publique devrait augmenter encore de 5,8 points de pourcentage, pour atteindre 84% du PIB. Cet affaiblissement de

Graphique 36 Évolutions budgétaires dans la zone euro

(2000-2010; en pourcentage du PIB)



Source: Prévisions économiques de l'automne 2009 de la Commission européenne

Notes: La moyenne de la zone euro comprend les seize pays qui étaient membres de la zone au 1^{er} janvier 2009. Les données relatives au solde budgétaire excluent les produits des cessions de licences UMTS.

la position budgétaire résulte d'une politique budgétaire modérément expansionniste, alors que les effets additionnels des stabilisateurs automatiques seront négligeables.

PRIORITÉ À LA SOUTENABILITÉ BUDGÉTAIRE

De nombreux gouvernements de la zone euro sont confrontés à des déséquilibres des finances publiques élevés et en forte augmentation, qui peuvent faire peser une charge supplémentaire sur la politique monétaire unique dans sa mission de maintien de la stabilité des prix. Les pressions sur la soutenabilité budgétaire découlant de l'actuel contexte financier et économique sont amplifiées par la charge budgétaire prévue pour faire face au vieillissement de la population, liée aux systèmes de retraite par répartition et au coût des dépenses de santé. En outre, le besoin de financement très important des administrations publiques risque de provoquer des changements rapides du sentiment des marchés, conduisant à des niveaux de taux d'intérêt à moyen et long termes moins favorables. Cette évolution

freinerait l'investissement privé et affaiblirait ainsi les fondements d'une croissance soutenue.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a souligné à plusieurs reprises, au cours de l'année 2009, que le principal défi des responsables politiques était de veiller à ce que la confiance du public dans la viabilité des finances publiques et dans le cadre budgétaire de l'UE soit maintenue. L'annonce et la mise en œuvre résolue de stratégies d'assainissement budgétaire et de sortie opportunes et ambitieuses, fondées sur des hypothèses de croissance réalistes, contribueront à soutenir la confiance du public dans la viabilité des finances publiques et la reprise économique.

L'effort d'assainissement devra nécessairement se concentrer sur les dépenses. L'absence d'élasticité des programmes de dépenses à un niveau et un taux de croissance beaucoup plus faibles que prévu du PIB potentiel a entraîné un accroissement du ratio de dépenses publiques. L'augmentation des dépenses d'intérêts sous l'effet d'un niveau plus élevé d'endettement et d'une hausse des taux d'intérêt effectifs exercera sans doute une pression supplémentaire sur les dépenses publiques de nombreux pays. En revanche, étant donné que dans la plupart des pays de la zone euro le niveau d'imposition est élevé, des hausses des taux d'imposition risqueraient de produire des distorsions et d'empêcher la reprise indispensable du potentiel de croissance économique. Par conséquent, il est hautement souhaitable d'accroître l'efficacité et l'efficacités des finances publiques, ce qui devrait favoriser la croissance du PIB potentiel ainsi que la réduction de la dette.

La réussite des stratégies d'ajustement budgétaire dépendra aussi de façon déterminante de règles et d'institutions budgétaires nationales appropriées et nécessite des procédures budgétaires transparentes. La fiabilité et l'exhaustivité des statistiques de finances publiques sont une autre dimension importante de la confiance dans la solidité des institutions publiques. La déclaration en temps voulu d'informations statistiques de qualité est essentielle pour la

bonne mise en œuvre du cadre de surveillance budgétaire de l'UE.

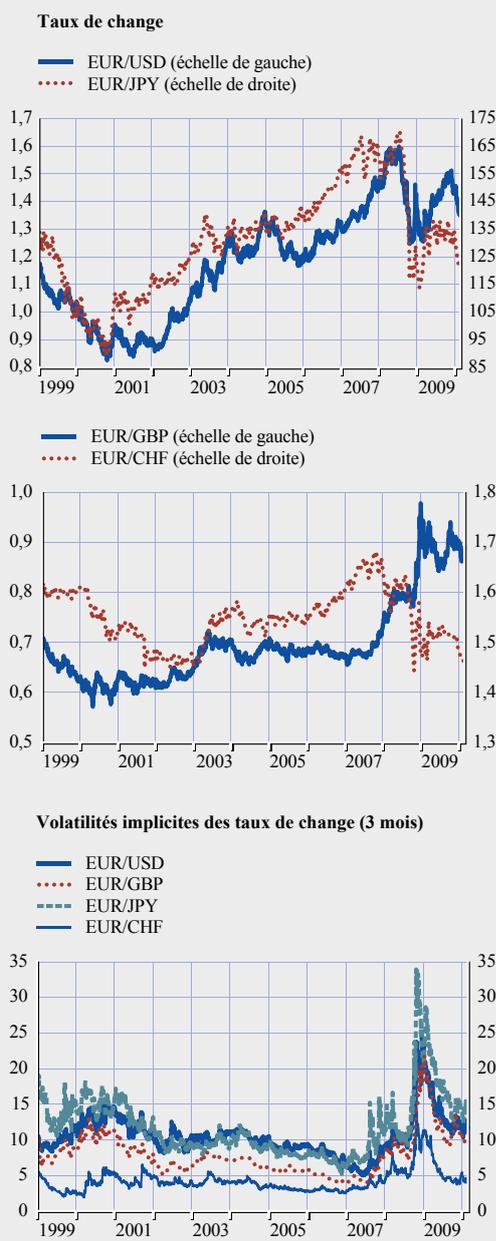
2.6 LES ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE ET DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

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

L'évolution des taux de change en 2009 a été largement déterminée par celle de la situation financière au niveau mondial et par les perspectives de reprise économique à l'échelle internationale. Les tensions sur les marchés financiers et l'incertitude très élevée quant aux perspectives économiques qui ont prévalu début 2009 ont eu pour conséquence le dénouement d'opérations de *carry-trade* (consistant à emprunter dans une devise à faible rendement pour investir dans une devise à haut rendement) et des réaménagements de portefeuille au niveau mondial, ce qui a entraîné des fluctuations importantes des principaux taux de change bilatéraux (cf. graphique 37). Ces facteurs, conjugués à la baisse des taux directeurs et à des perspectives de croissance plus défavorables pour la zone euro et pour l'UE dans son ensemble, ont contribué à un affaiblissement de l'euro qui, mesuré par rapport aux devises des vingt-et-un principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de plus de 3% en termes effectifs au cours des deux premiers mois de 2009. Après une certaine volatilité en mars et avril, l'euro s'est orienté à la hausse en mai 2009 dans un contexte d'amélioration de la situation sur les marchés financiers reflétée par la réduction progressive des écarts de rendement sur les marchés financiers et la diminution des volatilités implicites (cf. graphique 37). Après s'être renforcé de près de 5% en termes effectifs fin octobre 2009, l'euro s'est situé à un niveau proche des pics historiques enregistrés fin 2008. Cette appréciation a essentiellement résulté d'un renforcement de l'euro par rapport au dollar et aux principales devises asiatiques liées à la devise américaine. Par la suite, l'euro s'est stabilisé, avant de se déprécier quelque peu en termes effectifs en décembre.

Graphique 37 Évolutions des taux de change et de leurs volatilités implicites

(données quotidiennes)

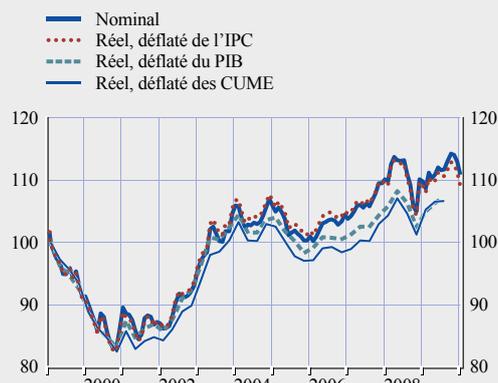


Sources : Bloomberg et BCE
Note : La dernière observation correspond au 26 février 2010.

Dans l'ensemble, l'affaiblissement de l'euro en 2009 a reflété sa dépréciation face à la livre sterling, partiellement compensée par son renforcement par rapport au dollar, aux

Graphique 38 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro (TCE-21)¹⁾

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



Source : BCE

1) Une hausse des indices TCE-21 correspond à une appréciation de l'euro. Les dernières données mensuelles se rapportent à janvier 2010. CUME correspond aux "Coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie". Dans le cas du taux de change effectif réel (indice TCE-21) déflaté du PIB et des CUME, les dernières données, fondées en partie sur des estimations, se rapportent au troisième trimestre 2009.

principales devises asiatiques liées au dollar et au yen japonais. Le 31 décembre 2009, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré contre les devises des vingt-et-un principaux partenaires commerciaux de la zone euro, se situait 1% au-dessous de son niveau du début d'année et environ 1,2% au-dessus de sa moyenne de 2008 (cf. graphique 38).

Par rapport au dollar, l'euro s'est déprécié d'environ 9% au cours des deux premiers mois de 2009, des arbitrages de portefeuille intervenant sur certains segments du marché américain dans un contexte de réduction de l'écart de taux d'intérêt entre les deux côtés de l'Atlantique. À partir de mars 2009, les tensions sur les marchés financiers ayant commencé à s'apaiser progressivement, l'euro a rebondi face à la monnaie américaine. Dans le même temps, la réapparition d'opérations de *carry-trade*, qui ont pu être encouragées par la baisse des volatilités implicites (cf. graphique 37), a également contribué au fléchissement du dollar. Entre début mars et fin octobre, l'euro s'est apprécié de près de 19%. En décembre, le dollar s'est renforcé par rapport

aux principales devises, progressant de quelque 4% par rapport à l'euro. Le 31 décembre 2009, l'euro s'échangeait à USD 1,44 soit environ 3,5% au-dessus de son niveau de début 2009 et environ 2% en dessous de sa moyenne de 2008.

Suivant une tendance similaire à celle du taux de change USD/EUR, l'euro s'est déprécié face au yen japonais au cours des deux premiers mois de 2009 (cf. graphique 37). En mars et avril, lorsqu'il a été annoncé que l'activité économique au Japon s'était détériorée au-delà de ce qui était prévu initialement et que les tensions sur les marchés financiers ont commencé à s'apaiser, l'euro a rebondi. Durant le reste de l'année 2009, l'euro a fluctué dans une fourchette comprise entre 128 et 138 yens. Le 31 décembre 2009, l'euro s'échangeait à JPY 133,16, soit une hausse d'environ 5,6% par rapport au début de l'année mais un repli de quelque 12,5% par rapport à sa moyenne de 2008.

Après avoir atteint un plus haut historique par rapport à la livre sterling en décembre 2008, l'euro s'est déprécié de 7% environ en 2009, dans un contexte de fortes fluctuations. L'euro a également connu des fluctuations importantes face aux devises de plusieurs autres partenaires commerciaux appartenant à l'UE, tout en restant globalement stable par rapport aux devises du MCE II (pour davantage de précisions sur les devises évoquées dans ce paragraphe, cf. la section 3 du chapitre 1).

L'euro est resté globalement inchangé par rapport au franc suisse en 2009, enregistrant une volatilité accrue lors des trois premiers mois de 2009 et se stabilisant par la suite, après l'annonce d'interventions sur le marché des changes par la Banque nationale suisse. En 2009, l'euro s'est fortement déprécié face aux devises de nombreuses économies avancées affichant des différentiels de taux positifs vis-à-vis de la zone euro. Ainsi, entre début janvier et le 31 décembre 2009, l'euro s'est replié par rapport au dollar canadien (de 11%), au dollar australien (21%) et à la couronne norvégienne (14,9%). L'appréciation de l'euro

contre les devises asiatiques liées au dollar, à savoir le yuan renminbi chinois et le dollar de Hong-Kong (3,6% dans les deux cas) a été largement effacée en termes effectifs par sa dépréciation face au won sud-coréen (9,4%).

Le taux de change effectif réel de l'euro, calculé à partir de différents indices de coûts et de prix, a fléchi début 2009 et s'est redressé par la suite. Vers fin 2009, il a atteint des niveaux proches de, ou supérieurs aux plus hauts historiques enregistrés au cours de l'année précédente, avant de baisser légèrement en décembre. Le taux de change effectif réel de l'euro, déflaté de l'indice des prix à la consommation, a été en moyenne légèrement plus fort en 2009 qu'en 2008 (cf. graphique 38).

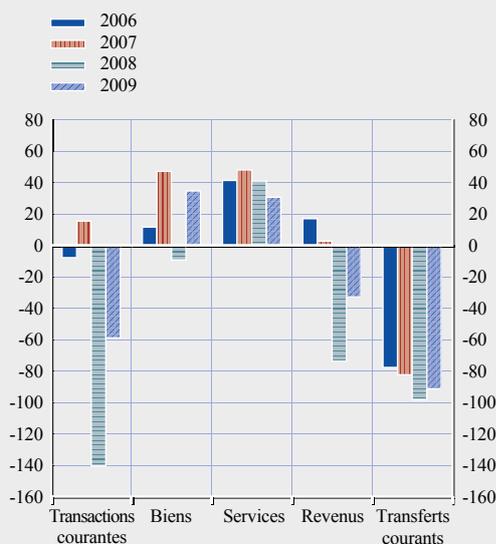
FORTE RÉDUCTION DU DÉFICIT DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES EN 2009

En 2009, le compte de transactions courantes de la zone euro a enregistré un déficit de 59 milliards d'euros (0,7% du PIB de la zone euro), après un déficit de 140,6 milliards en 2008. Cette réduction résulte dans une large mesure d'une baisse du déficit du solde des revenus (de 40,9 milliards d'euros) et d'une amélioration du solde des échanges de biens (cf. graphique 39). Après la forte contraction des échanges de biens de la zone euro vers fin 2008 et début 2009, les exportations de biens se sont stabilisées puis redressées plus vite que les importations, entraînant un retour à l'excédent du solde des échanges de biens, à hauteur de 34,7 milliards d'euros en 2009, contre un déficit de 9,5 milliards en 2008. La baisse du déficit au titre des transferts courants a également contribué à la réduction globale du déficit des transactions courantes en 2009. Ces évolutions n'ont été que partiellement contrebalancées par une diminution de l'excédent des services (de 10,4 milliards d'euros).

La stabilisation puis la reprise progressive des exportations de biens, courant 2009, ont été favorisées par le renforcement de la demande extérieure et le redémarrage progressif des chaînes de production internationales, alors que l'activité économique amorçait une reprise

Graphique 39 Solde du compte de transactions courantes et composantes

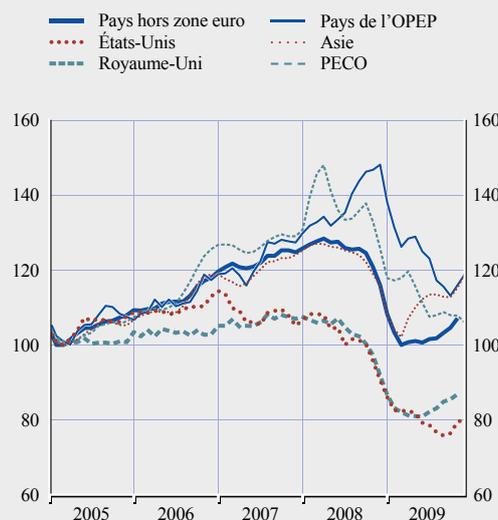
(données annuelles; montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique 40 Exportations en volume de la zone euro à destination des principaux partenaires commerciaux

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



Source : BCE

Note: Les observations les plus récentes se rapportent à décembre 2009 excepté pour les pays hors zone euro et le Royaume-Uni (novembre 2009).

sur les principaux marchés d'exportation et que les entreprises reconstituaient leurs stocks compte tenu de l'amélioration des perspectives économiques. Contrastant avec le ralentissement synchronisé des échanges au tournant de l'année, l'évolution des exportations en 2009 n'a pas été uniforme selon les destinations. Si les exportations à destination de l'Asie et du Royaume-Uni ont rebondi, celles vers les pays de l'OPEP et les États-Unis ont continué à baisser jusqu'en octobre 2009 (cf. graphique 40). Dans le même temps, l'appréciation globale de l'euro et son incidence négative sur la compétitivité-prix des exportations de la zone euro entre mars et octobre 2009 a quelque peu ralenti la reprise de la demande extérieure.

En 2009, les évolutions des importations de biens de la zone euro ont accusé un retard par rapport à celles observées pour les exportations. Les importations en volume ont continué de

diminuer, mais à un rythme plus modéré, au premier semestre 2009 et se sont stabilisées au troisième trimestre, reflétant la faiblesse de la demande intérieure et les processus de déstockage des entreprises de la zone euro sur la période. La baisse des prix à l'importation a contribué également à la diminution des importations en valeur au second semestre. Le recul des prix à l'importation a résulté pour partie de la baisse des cours du pétrole observée depuis l'été 2008, contribuant à une réduction du déficit des échanges de produits pétroliers, revenu à 126,6 milliards d'euros sur la période de douze mois cumulés s'achevant en novembre 2009, niveau nettement inférieur à celui, très élevé, de plus de 220 milliards enregistré fin 2008. Dans un contexte de renchérissement du pétrole, les prix à l'importation de l'énergie ont contribué à la stabilisation des importations en valeur au second semestre.

AUGMENTATION DES ENTRÉES NETTES SUR INVESTISSEMENTS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE CUMULÉS EN 2009

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 251,2 milliards d'euros au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés en 2009, contre des entrées nettes de 161,5 milliards un an auparavant. Cette hausse reflète le passage de sorties nettes à des entrées nettes sur les investissements de portefeuille en actions (80,5 milliards d'euros en variation) et une diminution des sorties nettes au titre des investissements directs à l'étranger (de 98,1 milliards). Cette évolution a été partiellement contrebalancée par la baisse des entrées nettes sur titres de créance (de 88,8 milliards d'euros, cf. graphique 41).

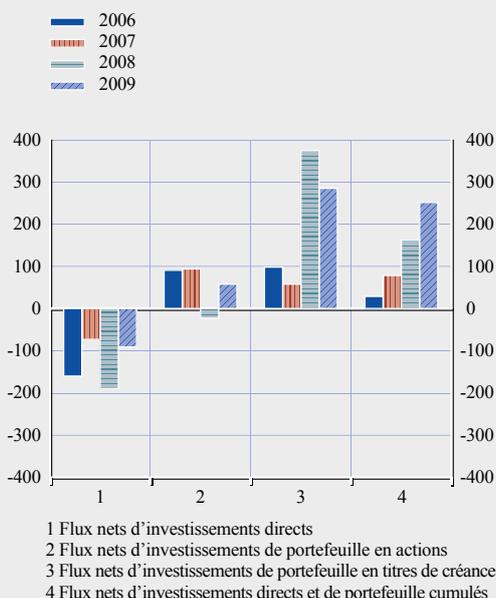
Après l'intensification de la crise financière à l'automne 2008, la zone euro a enregistré des évolutions significatives du compte financier qui ne se sont atténuées que progressivement au second semestre 2009. Au premier semestre, l'appétence des investisseurs pour des actifs

sûrs et liquides a été très forte, comme l'indique le niveau élevé des entrées nettes sur les instruments du marché monétaire de la zone euro, à hauteur de 311,6 milliards d'euros sur la période de douze mois s'achevant en juin 2009, contre des sorties nettes de 74,0 milliards un an auparavant (cf. graphique 42). Parallèlement, les résidents et les non-résidents ont rapatrié les fonds qu'ils avaient investis en obligations étrangères et en actions. À partir de mi-2009, toutefois, l'amélioration de la situation sur les marchés financiers, la baisse de l'aversion au risque et des perspectives économiques plus favorables ont incité les investisseurs à réexaminer leur allocation de portefeuille, ce qui s'est traduit par un regain d'intérêt tant pour les actions étrangères que pour les titres de créance à long terme. Dans le même temps, la zone euro a continué d'enregistrer des entrées nettes sur les instruments du marché monétaire, malgré une baisse au second semestre 2009.

Les flux d'IDE, qui avaient également sensiblement diminué à la suite de la crise

Graphique 41 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

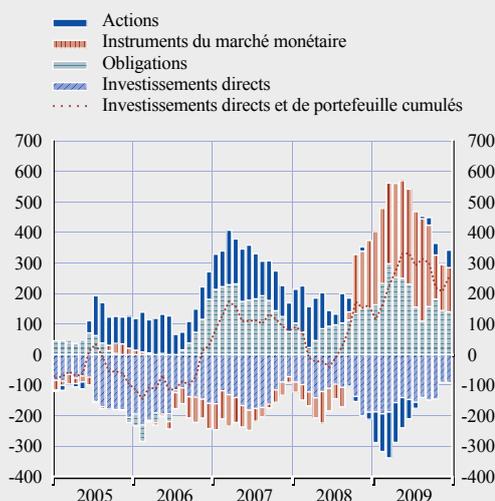
(données annuelles; montants en milliards d'euros)



Source: BCE

Graphique 42 Principales rubriques du compte financier

(montants en milliards d'euros; flux nets cumulés sur douze mois; données mensuelles)



Source: BCE

financière, sont restés relativement faibles en 2009. Tandis que les investissements directs à l'étranger de la zone euro restaient proches du bas niveau atteint fin 2008, les investissements directs dans la zone euro ont légèrement progressé en 2009, se traduisant par des sorties nettes plus faibles pour cette catégorie.

Les données relatives à la position extérieure de la zone euro vis-à-vis du reste du monde, disponibles jusqu'au troisième trimestre 2009, font ressortir des engagements nets de 1 558 milliards d'euros (représentant 17,3 % du PIB de la zone euro), après 1 637 milliards (soit 17,7 % du PIB) à fin 2008.

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

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

La production s'est contractée en 2009 dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro. Toutefois, le rythme de recul de la production s'est atténué au second semestre 2009 après une forte baisse de la croissance économique fin 2008 et une nouvelle détérioration des performances économiques au premier semestre 2009 (cf. tableau 7)⁵. Si le profil général de la croissance annuelle du PIB a été le même dans la quasi-totalité des pays, la sévérité du recul de l'activité, puis la vigueur de son redressement progressif, ont considérablement varié selon les pays, reflétant notamment des différences en termes de position initiale dans le cycle conjoncturel, d'ouverture de l'économie, de structures des échanges commerciaux et de besoins de financement externe.

Ce sont les États baltes qui ont enregistré le plus fort ralentissement de l'activité, avec une contraction à deux chiffres de la croissance annuelle moyenne, après la croissance négative observée dès 2008 en Estonie et en Lettonie. Cette évolution reflète, dans une large mesure, la correction des importants déséquilibres macroéconomiques accumulés avant la crise financière mondiale, qui ont

accru la vulnérabilité de ces pays aux effets du ralentissement international.

Dans tous les États membres de l'UE hors zone euro, à l'exception des États baltes, le recul de l'activité économique a été largement dû à l'effondrement de la demande extérieure et au durcissement des conditions de financement externe. De plus, le recul de la confiance des consommateurs et, dans certains cas, les effets de richesse négatifs liés à la baisse des prix des actifs ont entraîné une détérioration sensible de la demande intérieure dans la plupart des pays. Ces facteurs se sont légèrement atténués plus tard dans l'année sous l'effet de l'amélioration progressive de la demande extérieure et de la situation sur les marchés financiers mondiaux et, dans certains pays dotés de régimes de change flexibles, à la faveur des avantages résultant d'un affaiblissement de leur monnaie.

La Pologne a été le seul pays qui ait enregistré un taux de croissance positif (1,7%) en 2009, ce qui

5 Les États membres de l'UE hors zone euro cités dans cette section sont les onze États membres de l'UE qui ne faisaient pas partie de la zone euro à fin décembre 2009 (Bulgarie, République tchèque, Danemark, Estonie, Lettonie, Lituanie, Hongrie, Pologne, Roumanie, Suède et Royaume-Uni).

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

(variations annuelles en pourcentage)

	2005	2006	2007	2008	2009	2009 T1	2009 T2	2009 T3	2009 T4
Bulgarie	6,2	6,3	6,2	6,0	-5,1	-3,5	-4,9	-5,4	-6,2
République tchèque	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,2	-3,9	-5,2	-5,0	-2,8
Danemark	2,4	3,4	1,7	-0,9	-5,1	-4,0	-7,3	-5,5	-3,4
Estonie	9,4	10,0	7,2	-3,6	-14,1	-15,0	-16,1	-15,6	-9,5
Lettonie	10,6	12,2	10,0	-4,6	-18,0	-17,8	-18,4	-19,0	-16,9
Lituanie	7,8	7,8	9,8	2,8	-15,0	-13,3	-19,5	-14,2	-12,8
Hongrie	3,5	4,0	1,0	0,6	-6,3	-6,7	-7,5	-7,1	-4,0
Pologne	3,6	6,2	6,8	5,0	1,7	0,9	1,2	1,2	3,3
Roumanie	4,2	7,9	6,3	7,3	-7,1	-6,2	-8,7	-7,1	-6,5
Suède	3,3	4,2	2,5	-0,2	-4,9	6,5	-6,8	-5,2	-0,9
Royaume-Uni	2,2	2,9	2,6	0,5	-5,0	-5,5	-6,5	-4,5	.
UE-8 ¹⁾	4,7	6,6	6,1	3,9	-3,5	-3,6	-4,4	-3,9	-2,0
UE-11 ²⁾	3,0	4,0	3,4	1,3	-4,6	-5,0	-6,1	-4,5	.
Zone euro	1,7	3,0	2,7	0,5	-4,0	-5,0	-4,8	-4,0	-2,1

Source : Eurostat

Note : Données trimestrielles brutes pour tous les pays

1) UE-8 est l'agrégation des huit États membres de l'UE hors zone euro qui ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004 ou le 1^{er} janvier 2007.

2) UE-11 est l'agrégation des onze États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2009.

pourrait s'expliquer en partie par le plus faible degré d'ouverture de l'économie, par la solidité du secteur financier, par la dépréciation précoce de la monnaie et par l'absence de déséquilibres macroéconomiques importants. Dans les trois pays de l'UE hors zone euro qui ont rejoint l'UE avant 2004 (Danemark, Suède et Royaume-Uni), le recul de l'activité économique s'est établi à 5,0% environ. En 2008, la production s'inscrivait déjà en recul au Danemark et en Suède, tandis que le Royaume-Uni enregistrait encore une faible croissance. En 2009, l'activité a considérablement fléchi en République tchèque, de 4,2%, alors que le recul plus marqué, de 6,3%, observé en Hongrie a reflété, en partie, la mise en œuvre de politiques d'assainissement macroéconomique. En Bulgarie et en Roumanie, la production s'est inscrite en recul de 5,1% et 7,1%, respectivement, après avoir atteint les niveaux les plus élevés de tous les pays de l'UE hors zone euro en 2008.

En raison de la détérioration de l'ensemble de l'activité économique, la situation sur le marché du travail s'est nettement dégradée dans la plupart des pays en 2009, ce qui s'est reflété dans les évolutions des taux de chômage et des rémunérations. Alors que les taux de chômage ont augmenté dans tous les pays, la hausse a été particulièrement prononcée dans les États

baltes, où la croissance des salaires est devenue négative en raison du très important recul de la demande et de la nécessité d'un assainissement budgétaire.

ÉVOLUTION DES PRIX

En 2009, l'inflation annuelle moyenne a fléchi dans tous les États membres de l'UE hors zone euro. Toutefois, les taux annuels d'inflation continuent de varier fortement d'un pays à l'autre (cf. tableau 8). Les taux d'inflation moyens les plus élevés en 2009 ont été enregistrés par la Roumanie et la Lituanie avec 5,6% et 4,2%, respectivement, suivies par la Hongrie, la Pologne et la Lettonie où la hausse annuelle moyenne de l'IPCH s'est établie dans une fourchette comprise entre 4,0% et 3,3%. En Bulgarie, au Royaume-Uni, en Suède, au Danemark et en République tchèque, l'inflation s'est inscrite entre 2,5% et 0,6%. Enfin, l'Estonie a enregistré une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2%.

La plupart des facteurs à l'origine du recul de l'inflation ont été communs aux États membres de l'UE hors zone euro et liés aux effets de base résultant de la baisse des prix des matières premières et de l'atonie de la demande intérieure. La situation sur le marché

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

(variations annuelles en pourcentage)

	2005	2006	2007	2008	2009	2009 T1	2009 T2	2009 T3	2009 T4
Bulgarie	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	5,1	3,1	0,8	0,9
République tchèque	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,5	1,0	-0,1	0,0
Danemark	1,7	1,9	1,7	3,6	1,1	1,7	1,1	0,6	0,9
Estonie	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	3,7	0,2	-0,9	-2,0
Lettonie	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	9,0	4,4	1,2	-1,3
Lituanie	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2	8,4	4,9	2,4	1,2
Hongrie	3,5	4,0	7,9	6,0	4,0	2,7	3,6	4,9	4,9
Pologne	2,2	1,3	2,6	4,2	4,0	3,6	4,3	4,3	3,8
Roumanie	9,1	6,6	4,9	7,9	5,6	6,8	6,1	5,0	4,5
Suède	0,8	1,5	1,7	3,3	1,9	2,1	1,7	1,7	2,3
Royaume-Uni	2,1	2,3	2,3	3,6	2,2	3,0	2,1	1,5	2,1
UE-8 ¹⁾	3,8	3,3	4,4	6,6	3,7	5,8	4,7	3,7	3,1
UE-11 ²⁾	2,6	2,6	2,9	4,7	2,7	3,4	2,7	2,1	2,4
Zone euro	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4

Source : Eurostat

1) UE-8 est l'agrégation des huit États membres de l'UE hors zone euro qui ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004 ou le 1^{er} janvier 2007.

2) UE-11 est l'agrégation des onze États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2009.

du travail s'étant dégradée dans de nombreux pays, le ralentissement voire la contraction de la croissance des salaires nominaux a contribué au recul marqué des taux d'inflation. L'accélération de l'inflation annuelle observée aux trois premiers trimestres 2009 en Hongrie et en Pologne s'explique, respectivement, par les récents relèvements de la TVA et la hausse des prix administrés, ainsi que par la dépréciation des devises nationales fin 2008 et début 2009.

POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Selon les prévisions de l'automne 2009 de la Commission européenne, tous les États membres de l'UE hors zone euro, à l'exception de la Bulgarie, du Danemark, de l'Estonie et de la Suède, ont enregistré des déficits supérieurs à la valeur de référence de 3 % du PIB en 2009. Ainsi, le Royaume-Uni enregistrerait un déficit très élevé (12,1 % du PIB), suivi par la Lituanie (9,8 % du PIB) et la Lettonie (9,0 % du PIB).

Tableau 9 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

En pourcentage du PIB	Actualisation 2008 des programmes de convergence			Prévision de la Commission européenne pour 2009		Actualisation 2009 des programmes de convergence
	2006	2007	2008	2009	2009	2009
Bulgarie	3,0	0,1	1,8	3,0	-0,8	-1,9
République tchèque	-2,6	-0,7	-2,1	-1,6	-6,6	-6,6
Danemark	5,2	4,5	3,4	0,0	-2,0	-3,0
Estonie	2,3	2,6	-2,7	-1,7	-3,0	-2,6
Lettonie	-0,5	-0,3	-4,1	-5,3	-9,0	-10,0
Lituanie	-0,4	-1,0	-3,2	-2,1	-9,8	-9,1
Hongrie	-9,3	-5,0	-3,8	-2,6	-4,1	-3,9
Pologne	-3,6	-1,9	-3,6	-2,5	-6,4	-7,2
Roumanie	-2,2	-2,5	-5,5	-5,1	-7,8	-
Suède	2,5	3,8	2,5	1,1	-2,1	-2,2
Royaume-Uni	-2,7	-2,7	-5,0	-8,1	-12,1	-12,6
UE-8 ¹⁾	-3,4	-2,0	-3,5	-2,6	-6,2	-6,4
UE-11 ²⁾	-1,8	-1,4	-3,2	-5,0	-8,7	-9,2
Zone euro	-1,3	-0,6	-2,0	-3,4	-6,4	-6,2

Dette brute des administrations publiques

En pourcentage du PIB	Actualisation 2008 des programmes de convergence			Prévision de la Commission européenne pour 2009		Actualisation 2009 des programmes de convergence
	2006	2007	2008	2009	2009	2009
Bulgarie	22,7	18,2	14,1	15,4	15,1	14,7
République tchèque	29,4	29,0	30,0	27,9	36,5	35,2
Danemark	31,3	26,8	33,5	27,9	33,7	38,5
Estonie	4,5	3,8	4,6	3,7	7,4	7,8
Lettonie	10,7	9,0	19,5	32,4	33,2	34,8
Lituanie	18,0	16,9	15,6	16,9	29,9	29,5
Hongrie	65,6	65,9	72,9	72,5	79,1	78,0
Pologne	47,7	45,0	47,2	45,8	51,7	50,7
Roumanie	12,4	12,6	13,6	18,0	21,8	-
Suède	45,9	40,5	38,0	32,2	42,1	42,8
Royaume-Uni	43,2	44,2	52,0	60,5	68,6	72,9
UE-8 ¹⁾	37,9	35,8	38,0	38,0	43,9	47,2
UE-11 ²⁾	41,6	40,8	45,5	49,0	56,5	60,8
Zone euro	68,3	66,0	69,3	71,5	78,2	78,7

Sources : Prévisions économiques de l'automne 2009 de la Commission européenne, programmes de convergence actualisés pour 2008 et 2009-2010 et calculs de la BCE

Notes : Sur la base des définitions du SEC 95. Les chiffres relatifs à 2009 figurant dans les programmes de convergence actualisés pour 2008 correspondent aux objectifs fixés par les gouvernements nationaux et peuvent donc différer des résultats définitifs.

1) UE-8 est l'agrégation des huit États membres de l'UE hors zone euro qui ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004 ou le 1^{er} janvier 2007.

2) UE-11 est l'agrégation des onze États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2009.

Dans l'ensemble, la situation budgétaire s'est fortement dégradée dans la majorité des États membres de l'UE hors zone euro, reflétant la nette détérioration de la situation macroéconomique. Par conséquent, les résultats budgétaires pour 2009 n'ont généralement pas été à la hauteur des objectifs inscrits dans les programmes de convergence actualisés qui ont été présentés fin 2008.

Les évolutions budgétaires en 2009 ont également reflété la diversité des réponses budgétaires apportées à la crise par les États membres de l'UE hors zone euro. En Lettonie, en Hongrie et en Roumanie, pays qui ont reçu des soutiens financiers de la part, notamment, de l'UE et du FMI, les programmes d'ajustement concomitants ont requis un assainissement budgétaire strict. La Bulgarie, l'Estonie et la Lituanie ont mis en place des mesures globales d'assainissement visant à contenir la rapide détérioration des finances publiques. En revanche, la République tchèque et la Pologne n'ont pas durci leur politique budgétaire et ont laissé libre jeu aux stabilisateurs automatiques, bien qu'en Pologne l'incidence budgétaire de ces stabilisateurs ait été partiellement compensée par des réductions de dépenses, tandis qu'en République tchèque, la politique budgétaire excessivement accommodante résulte également des mesures de relance prises par les autorités. Enfin, au Danemark, en Suède et au Royaume-Uni, d'importants programmes de relance ont été mis en œuvre en 2009.

À fin 2009, tous les États membres de l'UE hors zone euro, à l'exception de la Bulgarie, du Danemark, de l'Estonie et de la Suède, ont fait l'objet d'une décision du Conseil de l'UE constatant l'existence d'un déficit excessif. Les délais impartis pour corriger les déficits excessifs ont été fixés à 2011 pour la Hongrie, à 2012 pour la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie, à 2013 pour la République tchèque et à 2014-2015 pour le Royaume-Uni.

Selon les prévisions économiques de l'automne 2009 de la Commission européenne, le ratio de la dette publique a augmenté dans

tous les États membres de l'UE hors zone euro. La hausse la plus forte a été enregistrée au Royaume-Uni (+ 16,6 points de pourcentage), suivi par la Lituanie (+ 14,3 points de pourcentage) et la Lettonie (+ 13,7 points de pourcentage), reflétant d'importants déficits budgétaires ainsi que, pour le Royaume-Uni et la Lettonie, le soutien financier apporté au secteur bancaire domestique. Alors que le ratio de la dette est resté supérieur à la valeur de référence de 60% du PIB en Hongrie et a dépassé ce niveau au Royaume-Uni, il est demeuré inférieur à 60% dans les autres pays de l'UE hors zone euro.

Au total, le tableau d'ensemble des évolutions des soldes budgétaires et de l'endettement brut des administrations publiques en 2009 est globalement confirmé par les dernières versions actualisées des programmes de convergence transmis par les États membres de l'UE hors zone euro en janvier et février 2010.

ÉVOLUTIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

En 2009, les déficits cumulés des comptes de transactions courantes et de capital des États membres de l'UE hors zone euro ont diminué. En particulier, dans tous les pays qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou ultérieurement, le déficit courant a reculé (tant en termes nominaux qu'en pourcentage du PIB). Dans plusieurs pays, la contraction a été très prononcée et le compte de transactions courantes est passé d'un déficit à un excédent (cf. tableau 10). Cette évolution a résulté d'une forte diminution de la demande intérieure et de plus faibles entrées de capitaux dans la région, en raison de l'intensification de la crise financière mondiale. En conséquence, l'ajustement a été particulièrement marqué dans les pays qui présentaient les déficits les plus élevés avant la crise (les États baltes, la Bulgarie et la Roumanie) et a entraîné l'inversion des soldes cumulés des comptes de transactions courantes et de capital des États baltes, passés d'un déficit très prononcé à un excédent. La Hongrie a également enregistré une inversion du solde cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital, passé d'un déficit de 6% du PIB en 2008 à une position

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

(en pourcentage du PIB)

	Solde des comptes de transactions courantes et de capital			Flux nets d'IDE			Flux nets d'autres investissements			Flux nets d'investissements de portefeuille		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bulgarie ¹⁾	-27,2	-24,6	-14,0	29,0	17,8	10,7	17,8	17,5	-1,3	-1,8	-1,7	-0,9
République tchèque	-2,6	-2,2	0,2	5,1	4,1	0,9	0,1	0,6	-1,0	-1,6	-0,2	3,1
Danemark	1,5	2,2	4,0	-2,8	-3,3	-2,6	3,4	2,1	3,6	-1,9	3,5	6,3
Estonie	-16,8	-8,4	7,6	4,6	3,7	-0,7	14,2	4,9	3,7	-2,3	3,1	-10,5
Lettonie	-20,4	-11,5	11,1	6,8	3,0	1,5	19,3	7,5	-10,8	-2,3	1,1	1,5
Lituanie	-12,8	-10,1	6,5	3,6	3,2	0,3	13,0	5,0	-10,7	-0,8	-0,3	3,5
Hongrie	-6,1	-6,0	2,4	3,4	1,2	0,2	5,5	17,0	7,3	-1,6	-2,6	-3,7
Pologne	-3,6	-3,9	0,1	4,3	2,2	1,9	6,5	5,9	2,4	-1,3	-0,6	3,6
Roumanie	-12,8	-11,1	-3,9	5,7	6,7	3,5	11,2	6,5	1,3	0,4	-0,4	0,4
Suède	8,7	6,1	7,2	-2,4	2,8	-5,0	-3,1	8,8	-10,4	3,5	-6,2	9,9
Royaume-Uni ¹⁾	-2,5	-1,3	-0,9	-2,7	-2,6	-1,6	-1,5	-15,3	-8,0	8,0	21,4	10,7
UE-11 ²⁾	-1,4	-0,9	0,8	-0,9	-0,5	-1,4	0,3	-5,6	-5,3	4,5	11,2	8,2
UE-3 ³⁾	-0,1	0,4	1,0	-2,7	-1,7	-2,3	-1,3	-9,2	-7,3	6,2	14,6	10,1
UE-8 ⁴⁾	-6,4	-5,7	0,1	5,4	3,6	1,7	5,9	7,4	1,9	-1,3	-0,9	1,1
Zone euro	0,2	-1,4	-0,6	-0,8	-2,0	-1,0	-0,1	0,8	-2,1	1,7	3,8	3,8

Source : BCE

1) Les données pour 2009 se rapportent à la moyenne sur quatre trimestres jusqu'au troisième trimestre 2009.

2) UE-11 est l'agrégation des contributions pondérées des onze États membres de l'UE hors zone euro.

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

4) UE-8 est l'agrégation des contributions pondérées des États membres de l'UE hors zone euro qui ont rejoint l'UE le 1^{er} mai 2004 ou plus tard.

excédentaire en 2009. Les pays qui ont abordé la crise avec de plus faibles déficits extérieurs, comme le Royaume-Uni, la République tchèque et la Pologne, ont constaté une réduction de ces déficits, les deux derniers pays dégagant un léger excédent. Le Danemark et la Suède ont enregistré une hausse de leur excédent.

Ces ajustements prononcés des déficits extérieurs se sont accompagnés d'un durcissement des conditions de financement et de modifications importantes des modes de financement. Les flux nets au titre des autres investissements se sont inversés en République tchèque, en Bulgarie, en Lettonie, en Lituanie et en Suède, et ont diminué en Estonie, en Hongrie, en Pologne et en Roumanie. Dans certains pays, comme la Hongrie, la Lettonie et la Roumanie, la diminution des flux de crédit du secteur privé a été partiellement compensée par des programmes européens et internationaux de soutien financier. Par rapport à 2008, les entrées au titre des investissements directs étrangers ont encore diminué dans les PECO qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou ultérieurement (bien que la Bulgarie ait continué d'enregistrer

des entrées nettes supérieures à 10% du PIB), tandis que le Danemark et le Royaume-Uni sont restés exportateurs nets d'investissements directs étrangers. Les évolutions des flux nets au titre des investissements de portefeuille ont été assez hétérogènes : le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni ont enregistré des entrées très importantes, tandis que l'on observait des sorties en Bulgarie, en Estonie et en Hongrie. Plus précisément, le compte financier du Royaume-Uni a continué d'enregistrer des mouvements importants, phénomène reflétant essentiellement le réaménagement global des portefeuilles des investisseurs durant la crise financière.

ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE

En 2009, les évolutions des taux de change dans les États membres de l'UE hors zone euro ont été largement tributaires des régimes de change de chacun des pays.

Les monnaies du Danemark, de l'Estonie, de la Lettonie et de la Lituanie ont participé au MCE II. Une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$ a été maintenue autour de leur cours pivot vis-à-vis de l'euro, sauf dans le cas de la couronne

danoise, à laquelle une marge plus étroite, de $\pm 2,25\%$, s'applique (cf. graphique 43). La participation au MCE II va de pair, dans certains cas, avec des engagements unilatéraux de la part des pays concernés de maintenir des marges de fluctuation plus étroites. Ces engagements n'imposent à la BCE aucune obligation supplémentaire. En particulier, l'Estonie et la Lituanie ont rejoint le MCE II en maintenant leur dispositif existant de caisse d'émission. Les autorités lettones ont décidé de maintenir le taux de change du lats à son cours pivot vis-à-vis de l'euro avec une marge de fluctuation de $\pm 1\%$. Les accords sur la participation au MCE II des pays dont les monnaies ont intégré ce dispositif en 2004 ou ultérieurement (c'est-à-dire l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie) reposaient tous également sur un certain nombre d'engagements des autorités respectives consistant, notamment,

à poursuivre des politiques budgétaires saines, à encourager la modération salariale et des évolutions salariales conformes à la croissance de la productivité, à suivre des politiques du crédit prudentes et à mettre en œuvre de nouvelles réformes structurelles.

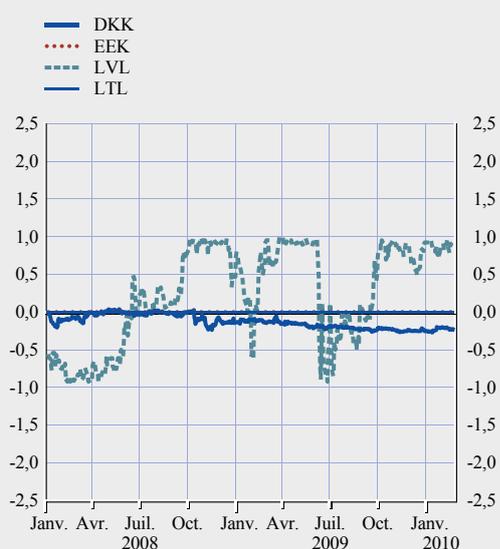
Le lats letton a enregistré des variations à l'intérieur de la marge de $\pm 1\%$ fixée unilatéralement vis-à-vis de l'euro. Cette volatilité reflétait apparemment les variations du sentiment des investisseurs quant à la réalisation des conditions convenues dans le cadre des programmes de soutien internationaux. Les tensions sur le lats letton se sont temporairement apaisées fin juillet 2009, à la suite du versement de la deuxième tranche de l'aide de l'UE à la balance des paiements de la Lettonie. Les problèmes entourant l'adoption de mesures budgétaires par le Parlement letton en septembre 2009, apparemment liés aux programmes d'assistance internationaux, ont à nouveau exercé une pression à la baisse sur le lats. En conséquence, le lats letton s'est approché en septembre de la borne inférieure de sa bande de fluctuation unilatérale de $\pm 1\%$.

En 2009, des évolutions ont eu lieu en ce qui concerne les accords de *swap* de devises mis en place entre un certain nombre de BCN. L'Eesti Pank a conclu un accord avec la Sveriges Riksbank, qui lui permet d'emprunter jusqu'à dix milliards de couronnes suédoises contre des couronnes estoniennes à titre de mesure préventive de sauvegarde de la stabilité financière en Estonie. La Sveriges Riksbank a également prolongé son accord avec la Latvijas Banka (conclu conjointement avec la Danmarks Nationalbank en décembre 2008) qui permet à cette dernière d'emprunter jusqu'à 500 millions d'euros contre des lats lettons. De plus, en juin 2009, la Sveriges Riksbank a eu recours à hauteur de trois milliards d'euros au dispositif existant avec la BCE afin de renforcer ses réserves en devises.

Deux phases peuvent être distinguées dans les évolutions des taux de change des devises des États membres de l'UE hors zone euro qui ne

Graphique 43 Évolutions des devises de l'UE participant au MCE II

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



Source : BCE

Notes : Un écart positif (négatif) par rapport au cours pivot indique que la devise se situe dans la partie inférieure (supérieure) de la marge de fluctuation. Pour la couronne danoise, la marge de fluctuation est de $\pm 2,25\%$. Pour toutes les autres devises, la marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$ s'applique. Toutefois, dans le cadre d'un engagement unilatéral, la marge de fluctuation est de $\pm 1\%$ pour le lats letton, et un dispositif de caisse d'émission est maintenu pour le litas lituanien et la couronne estonienne. La dernière observation correspond au 26 février 2010.

participaient pas au MCE II. Début 2009, la couronne tchèque, le forint hongrois, le zloty polonais et le leu roumain ont continué de se déprécier fortement (cf. graphique 44). Cette évolution est intervenue dans un contexte d'incertitude accrue sur les marchés financiers mondiaux après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, de détérioration des perspectives économiques en Europe et d'inquiétudes des investisseurs quant aux vulnérabilités extérieures de la région, qui pourraient également avoir entraîné des effets de contagion sur les différentes devises. Les fortes dépréciations ont atteint leur maximum mi-février 2009 et ont conduit les autorités de certains pays à intervenir sur les marchés de change. Une normalisation progressive de la situation sur les marchés financiers mondiaux a contribué ensuite à une inversion de l'évolution des devises tchèque, hongroise et polonaise vis-à-vis de l'euro et, pour finir, à une relative stabilisation des taux de change au quatrième trimestre 2009, à des niveaux toutefois beaucoup plus faibles que leur moyenne de 2008.

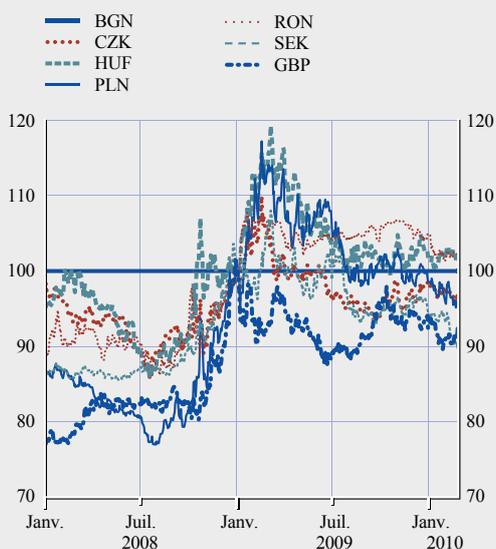
Le cours du leu roumain est resté pratiquement inchangé depuis mars 2009. Fort du dispositif de caisse d'émission ancré à l'euro, le lev bulgare est demeuré stable contre euro.

La couronne suédoise s'est fortement dépréciée vis-à-vis de l'euro début 2009. Après le plus bas historique vis-à-vis de l'euro enregistré début mars 2009, une perception plus favorable par les investisseurs de la situation dans les États baltes et la normalisation progressive des marchés financiers ont contribué au rebond de la couronne suédoise contre l'euro. Toutefois, fin 2009, la couronne est demeurée beaucoup plus faible que sa moyenne de 2008.

Après les niveaux historiquement bas enregistrés en décembre 2008, la livre sterling s'est appréciée contre l'euro en 2009 dans un contexte de forte volatilité. Les évolutions du taux de change bilatéral ont continué de refléter en partie les évolutions des écarts de taux d'intérêt à moyen terme, en présence d'une volatilité élevée liée aux incertitudes relatives aux perspectives économiques du Royaume-Uni et de la zone euro.

Graphique 44 Évolutions des devises de l'UE ne participant pas au MCE II par rapport à l'euro

(données quotidiennes; indice: 2 janvier 2009 = 100)



Source: BCE

Note: Une hausse (baisse) indique une dépréciation (appréciation) de la devise. La dernière observation correspond au 26 février 2010.

ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

En 2009, les taux d'intérêt à long terme des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, tels que mesurés par les rendements des emprunts publics à dix ans, ont continué à être affectés par les tensions sur les marchés mondiaux, la dégradation des notations souveraines, les plans de sauvetage financier et l'aversion au risque des investisseurs internationaux. Par rapport aux taux d'intérêt à long terme moyens de la zone euro, les taux d'intérêt de ces pays sont demeurés en général élevés.

Dans la majorité des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, les rendements des emprunts publics ont augmenté par rapport à leur niveau de fin 2008, quelques pays enregistrant toutefois une diminution. Cette hausse a été plus prononcée en Lettonie, le recul de la croissance économique et l'abaissement des notations de crédit qui en a résulté pesant sur le sentiment des investisseurs et freinant la demande d'emprunts

publics des investisseurs étrangers. En outre, en Lettonie, en Lituanie et en Roumanie, les marchés obligataires ont connu une situation proche de l'illiquidité en raison, notamment, de la prudence persistante des investisseurs. À l'inverse, les rendements obligataires à long terme ont fléchi en Bulgarie et en Hongrie.

Le sentiment négatif du marché a également eu, début 2009, une incidence sur d'autres instruments financiers des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro. Les écarts de rendement (*spreads*) des *swaps* de défaut (CDS) sur les emprunts publics ont atteint un pic et les marchés boursiers ont enregistré un point bas en mars 2009. Par la suite, les mesures vigoureuses prises par les pouvoirs publics et les signes de reprise économique sur les principaux marchés ont soutenu le fonctionnement des marchés monétaires mondiaux et contribué à l'amélioration du sentiment des investisseurs. Ces évolutions favorables ont inversé la tendance des écarts de rendement des *swaps* de défaut, des taux du marché monétaire et des marchés boursiers des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro. En décembre 2009, les écarts de rendement des *swaps* de défaut se situaient toujours à un niveau supérieur à celui observé avant l'intensification de la crise financière en 2008. Les taux du marché monétaire ont fléchi dans l'ensemble des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, les écarts par rapport à l'Euribor 3 mois demeurant toutefois positifs. Les indices boursiers ont progressé de 37%, en moyenne, entre décembre 2008 et décembre 2009, affichant une performance supérieure à celle des indices de la zone euro.

POLITIQUE MONÉTAIRE

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

Le principal défi pour la politique monétaire a eu trait au fort ralentissement économique suivant l'intensification des turbulences financières

mondiales et aux conséquences induites sur les perspectives en matière d'inflation. En outre, la plupart des pays ont connu des contraintes de liquidité sur leurs marchés interbancaires et d'emprunts publics, ainsi que des tensions sur leurs marchés de change. Ces évolutions ont eu une incidence sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire dans un certain nombre de pays. Les réponses apportées par les différentes BCN à ces défis ont varié en fonction de la situation économique et du cadre de politique monétaire en vigueur.

S'agissant des décisions intervenues entre janvier 2009 et décembre 2009, la plupart des banques centrales participant au MCE II ont adopté des mesures de politique monétaire qui faisaient souvent écho à celles prises par la BCE. Au premier semestre 2009, la BCE a abaissé de 150 points de base au total le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (en quatre étapes, en janvier, en mars, en avril et en mai), le maintenant inchangé depuis lors, à 1%.

La Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie), l'Eesti Pank et le Lietuvos bankas qui, en raison de leur système de caisse d'émission, n'ont pas de taux directeur, s'alignent automatiquement sur les taux fixés par la BCE. Toutefois, afin de réduire les tensions affectant la liquidité sur les marchés interbancaires, la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie) a réduit le montant de ses réserves obligatoires.

En ce qui concerne les pays du MCE II n'ayant pas adopté un système de caisse d'émission, la Latvijas Banka, qui observe une marge de fluctuation de $\pm 1\%$ autour de son cours pivot sous la forme d'un engagement unilatéral, a abaissé son taux directeur en deux étapes, en mars et en mai 2009, de 100 points de base à chaque fois, le ramenant à 4%. La Danmarks Nationalbank a poursuivi sur la voie de l'assouplissement, entamée en novembre 2008, en abaissant encore son principal taux directeur à neuf reprises en 2009, de 255 points de base

Tableau 11 Stratégies officielles de politique monétaire des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro

	Stratégie de politique monétaire	Devise	Caractéristiques
Bulgarie	Objectif de taux de change	Lev bulgare	Objectif de taux de change : rattachement à l'euro à BGN 1,95583 pour un euro dans le cadre d'un dispositif de caisse d'émission
République tchèque	Cible d'inflation	Couronne tchèque	Cible d'inflation : 3%, ± 1 point de pourcentage jusqu'à fin 2009 puis 2%, ± 1 point de pourcentage. Régime de change : flottement administré
Danemark	Objectif de taux de change	Couronne danoise	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 2,25 % autour d'un cours pivot de DKK 7,46038 pour un euro.
Estonie	Objectif de taux de change	Couronne estonienne	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour d'un cours pivot de EEK 15,6466 pour un euro. L'Estonie maintient son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Lettonie	Objectif de taux de change	Lats letton	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour d'un cours pivot de LVL 0,702804 pour un euro. La Lettonie maintient une marge de fluctuation de ± 1 % dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Lituanie	Objectif de taux de change	Litas lituanien	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour d'un cours pivot de LTL 3,45280 pour un euro. La Lituanie maintient son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Hongrie	Cible d'inflation	Forint hongrois	Cible d'inflation : 3%, ± 1 point de pourcentage (cible à moyen terme depuis 2007). Régime de change : flottement pur
Pologne	Cible d'inflation	Zloty polonais	Cible d'inflation : 2,5%, ± 1 point de pourcentage (évolution en glissement annuel de l'IPC). Régime de change : flottement pur
Roumanie	Cible d'inflation	Leu roumain	Cible d'inflation : 3,5%, ± 1 point de pourcentage pour fin 2009 et fin 2010 puis 3%, ± 1 point de pourcentage pour fin 2011. Régime de change : flottement administré
Suède	Cible d'inflation	Couronne suédoise	Cible d'inflation : hausse 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 annuel de l'IPC ¹⁾ . En cas d'écart supérieur à 1 point de pourcentage, le gouverneur de la Bank of England devra adresser, au nom du Comité de politique monétaire, une lettre ouverte au ministre des Finances.

Source : SEBC
1) L'IPC est identique à l'IPCH.

au total. Après l'avoir réduit de 175 points de base au total au cours des deux derniers mois de 2008, elle l'a abaissé de 75 points de base à deux reprises, en janvier et en mars 2009, avant de procéder à plusieurs autres réductions moins importantes entre avril 2009 et janvier 2010, le ramenant à 1,05 %. Si certaines de ces décisions ont suivi celles de la BCE, d'autres ont été prises alors que la BCE avait maintenu ses taux inchangés, ce qui a abouti à un resserrement de l'écart par rapport aux taux directeurs de la zone

euro. La Danmarks Nationalbank est également intervenue sur le marché des changes afin de reconstituer les réserves officielles après la période de tensions observée sur ce marché et les pertes de réserves qui en ont découlé fin 2008.

Toutes les BCN ayant adopté une cible d'inflation et ne participant pas au MCE II ont abaissé leurs taux en 2009 en réaction à l'incidence accrue de la crise financière et à l'atténuation rapide des tensions inflationnistes qui s'en est

suivie dans un contexte d'écarts de production fortement négatifs. En République tchèque et en Suède, l'inflation effective s'est située en deçà des cibles respectives, alors qu'en Hongrie, en Pologne et en Roumanie, elle est restée supérieure. L'ampleur des réductions de taux a dépendu des conditions initiales telles que les taux d'inflation et les primes relatives au risque perçu. Courant 2009, la Česká národní banka a abaissé son taux directeur en quatre étapes, de 125 points de base au total, pour le ramener à 1 %, alors que la Narodowy Bank Polski et la Bank of England ont toutes deux réduit leurs taux de 150 points de base en plusieurs étapes, les ramenant à 3,5 % et 0,5 %, respectivement. En janvier 2009, la Narodowy Bank Polski a décidé de procéder au remboursement anticipé des obligations qu'elle avait émises et a abaissé le taux des réserves obligatoires en mai 2009. En mars 2009, la Bank of England a introduit une facilité d'achat d'actifs autorisant l'achat d'actifs du secteur privé et de bons du Trésor, et l'a renouvelée à trois reprises (en mai, en août et en novembre) pour un montant total de 200 milliards de livres sterling. La Magyar Nemzeti Bank et la Banca Națională a României ont poursuivi leur politique d'assouplissement en abaissant leurs taux directeurs en plusieurs étapes, au second semestre 2009 et début 2010, d'un total de 375 points de base et de 200 points de base, respectivement. Ces deux BCN sont celles qui affichaient les taux directeurs les plus élevés de l'UE en février 2010, à 6 % et 7 %, respectivement. La Banca Națională a României a également réduit les taux des réserves obligatoires pour certaines catégories d'engagements des établissements de crédit. La Sveriges Riksbank a abaissé son taux directeur de 175 points de base en 2009, le ramenant à 0,25 %. En outre, elle a accordé aux banques commerciales des prêts à taux fixe, assortis d'une échéance de douze mois environ, pour un montant de 300 milliards de couronnes (en trois étapes en juillet, en septembre et en octobre 2009), afin de faire baisser les taux d'intérêt appliqués aux prêts consentis aux ménages et aux entreprises.



Le nouveau siège de la BCE : simulation de la vue de l'atrium reliant les deux tours de bureaux

CHAPITRE 2

LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE

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

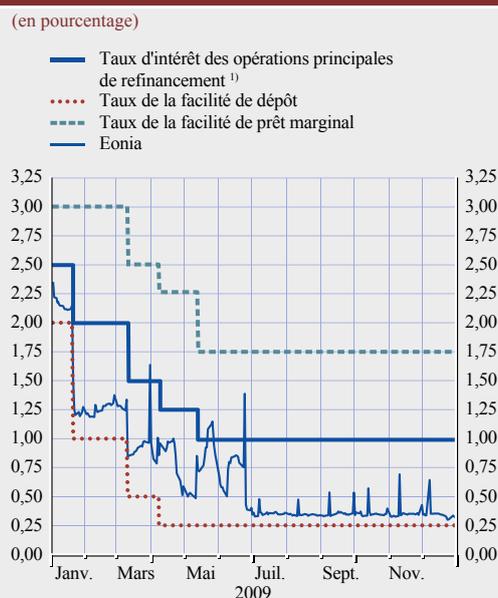
I.1 LES OPÉRATIONS D'OPEN MARKET ET LES FACILITÉS PERMANENTES

Les instruments de politique monétaire utilisés par l'Eurosystème en 2009 comprennent les opérations d'*open market*, telles que les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme, les opérations de réglage fin et le programme d'achat d'obligations sécurisées, ainsi que les facilités permanentes et les réserves obligatoires. Au sein du cadre opérationnel afférent à la conduite de la politique monétaire, les opérations d'*open market* et les facilités permanentes sont normalement utilisées pour gérer les conditions de la liquidité sur le marché monétaire interbancaire, afin d'orienter les taux d'intérêt à très court terme vers un niveau proche du taux directeur central de la BCE. Le programme d'achat d'obligations sécurisées est une mesure temporaire, non conventionnelle.

Le Conseil des gouverneurs a modifié les taux directeurs de la BCE à quatre reprises en 2009 (cf. graphique 45). Le 15 janvier, il a décidé d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 50 points de base, à 2%, avant de le réduire à 1,50% le 5 mars et à 1,25% le 2 avril. Conformément à la décision adoptée le 18 décembre 2008 par le Conseil des gouverneurs de rétablir le corridor constitué par les taux des facilités permanentes à 200 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, le taux de la facilité de prêt marginal a dès lors été fixé à 3, 2,50 et 2,25% respectivement, et le taux de la facilité de dépôt à 1, 0,50 et 0,25% respectivement. Le 7 mai 2009, le Conseil des gouverneurs a pris la décision de ramener le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement à 1%, de réduire le taux de la facilité de prêt marginal à 1,75% et de maintenir le taux de la facilité de dépôt à 0,25%. Le corridor a donc été resserré de 50 points de base, à 150 points de base, à compter du 13 mai 2009.

La mise en oeuvre de la politique monétaire tout au long de 2009 a continué à être guidée par les

Graphique 45 Taux directeurs de la BCE et Eonia



Source : BCE

1) Taux fixe à compter du 15 octobre 2008

efforts déployés par l'Eurosystème en vue de réagir aux tensions sur les marchés monétaires dans le contexte des turbulences financières. Outre le fait qu'il a mené l'ensemble des opérations de refinancement en servant la totalité des soumissions, l'Eurosystème a encore allongé la durée moyenne des opérations d'*open market* en lançant des opérations de refinancement à plus long terme assorties d'une échéance d'un an. Ces mesures avaient pour objet d'assurer aux banques solvables un accès continu à la liquidité, contre des garanties appropriées, et, partant, de contribuer à améliorer le fonctionnement défaillant du marché monétaire.

LES BESOINS DE REFINANCEMENT DU SYSTÈME BANCAIRE

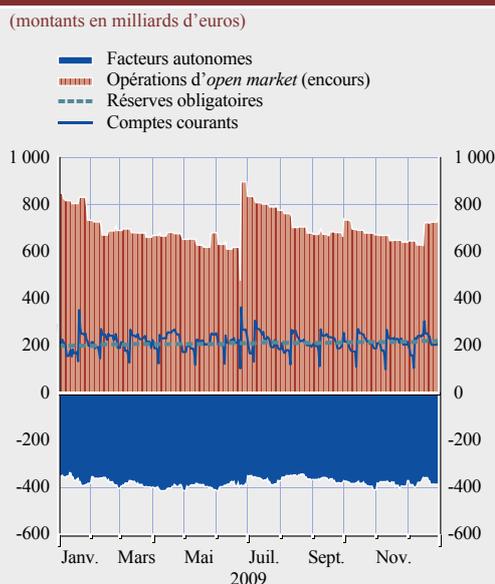
La fourniture de liquidité au travers des opérations d'*open market* est menée par l'Eurosystème sur la base d'une analyse quotidienne des besoins de refinancement du système bancaire consolidé de la zone euro. Ces besoins de refinancement sont déterminés par la somme des réserves obligatoires, des excédents de réserves détenus en sus des réserves obligatoires sur les comptes

courants des établissements de crédit ouverts auprès de l'Eurosystème (excédents de réserves) et des facteurs autonomes. Ces derniers sont constitués d'une série de postes du bilan de l'Eurosystème, tels que les billets en circulation et les dépôts des administrations publiques, qui ont une incidence sur les avoirs en compte courant des établissements de crédit mais qui échappent au contrôle direct de la gestion de la liquidité de l'Eurosystème.

L'ensemble des opérations de refinancement de l'Eurosystème réalisées en 2009 l'ont été sous la forme d'appels d'offres visant à servir la totalité des soumissions. Par conséquent, le montant total des opérations de refinancement a été conditionné non pas par les considérations de l'Eurosystème liées à l'offre, mais plutôt par la demande émanant des contreparties, ce qui reflète leur préférence sous-jacente pour la liquidité. De fait, les volumes alloués dans le cadre des opérations de refinancement ont été largement supérieurs aux besoins de refinancement du système bancaire consolidé de la zone euro, tels que définis ci-avant. Toutefois, l'excédent global de réserves est demeuré à un niveau extrêmement bas en 2009, s'établissant en moyenne à 1,05 milliard d'euros, soit un montant assez proche de ceux relevés les années précédentes (1,07 milliard d'euros en 2008 et 0,9 milliard en 2007).

Le système bancaire de la zone euro a continué en 2009 à emprunter un excédent de liquidité global et à le redéposer auprès de l'Eurosystème, payant le taux fixe appliqué aux opérations principales de refinancement et recevant le taux de la facilité de dépôt (ce qui a impliqué un écart de 100 points de base avant le 13 mai 2009 et de 75 points de base par la suite). Ceci indique clairement que les contreparties se sont tournées vers l'Eurosystème dans le but d'obtenir de la liquidité à des fins de précaution. En considérant sous cet angle les développements survenus, on peut dire que la «prime» pour cette assurance de liquidité a diminué après le 13 mai, ce qui a pu contribuer à soutenir, voire même à accroître la demande dans le cadre des opérations de refinancement de l'Eurosystème.

Graphique 46 Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2009



En 2009, les besoins journaliers de refinancement du système bancaire de la zone euro se sont élevés en moyenne à 577 milliards d'euros, ce qui représente une augmentation de 20% par rapport à 2008. Cette dernière est principalement imputable à la croissance de 39% des facteurs autonomes, qui ont ainsi atteint 380 milliards d'euros. Les réserves obligatoires sont en moyenne restées pratiquement inchangées en 2009, s'établissant à 216 milliards d'euros, contre 210 milliards d'euros en 2008 (cf. graphique 46). La progression de la demande de billets a nettement ralenti en 2009 (cf. le graphique 53 de la section 3 du présent chapitre).

LE SYSTÈME DE RÉSERVES OBLIGATOIRES

Les établissements de crédit de la zone euro doivent détenir des réserves obligatoires sur des comptes courants ouverts auprès de l'Eurosystème. Comme chaque année depuis 1999, les réserves obligatoires équivalaient en 2009 à 2% de l'assiette des réserves des établissements de crédit et se sont en moyenne élevées à 216 milliards d'euros, soit 3% seulement de plus que la moyenne de 2008. Le système de réserves obligatoires n'impose

pas de coûts excessifs au secteur bancaire étant donné que l'Eurosystème rémunère les avoirs de réserve à un taux qui correspond à la moyenne, au cours de chaque période de constitution, des taux marginaux des opérations principales de refinancement (si elles sont menées par voie d'appels d'offres à taux variable) ou au taux fixe des opérations principales de refinancement (dans le cadre de la procédure d'appel d'offres à taux fixe). Parallèlement, ce système remplit deux fonctions importantes au sein du cadre opérationnel de conduite de la politique monétaire. Premièrement, il contribue à la stabilité des taux d'intérêt du marché monétaire à court terme, dans la mesure où les réserves obligatoires ne doivent être constituées qu'en moyenne au cours de la période de constitution, ce qui permet aux établissements de crédit de lisser les effets des variations temporaires et inattendues de liquidité. Deuxièmement, il accentue le déficit de liquidité du système bancaire, c'est-à-dire le besoin global de refinancement des établissements de crédit auprès de l'Eurosystème. Ce système assure ainsi une demande de refinancement harmonieuse et prévisible auprès de l'Eurosystème, ce qui facilite le pilotage des taux à court terme du marché monétaire par l'Eurosystème.

LES OPÉRATIONS D'OPEN MARKET

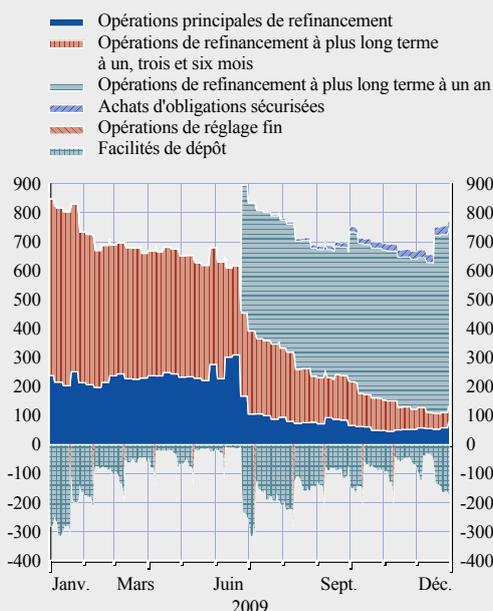
L'Eurosystème recourt aux opérations principales de refinancement, aux opérations de refinancement à plus long terme et aux opérations de réglage fin pour gérer les conditions de la liquidité sur le marché monétaire. Toutes les opérations de fourniture de liquidité doivent être intégralement adossées à des garanties. Les opérations principales de refinancement sont des opérations régulières, de fréquence hebdomadaire et normalement assorties d'une durée d'une semaine. Ces opérations constituent le principal instrument dont dispose l'Eurosystème pour signaler l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Les opérations de refinancement à plus long terme régulières sont des opérations d'apport de liquidité effectuées mensuellement et assorties d'une durée de trois mois. Un certain nombre d'opérations supplémentaires introduites les années précédentes ont continué d'être

utilisées en 2009 : les opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires assorties d'une durée de trois et de six mois, et les opérations de refinancement spéciales assorties d'une échéance correspondant à la durée de la période de constitution des réserves. Le 7 mai 2009, le Conseil des gouverneurs a décidé de fournir des liquidités par le biais de trois opérations de refinancement à plus long terme assorties d'une échéance d'un an. Les deux premières opérations (régérées le 25 juin et le 1^{er} octobre) ont été menées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, et à un taux correspondant à celui des opérations principales de refinancement. Le taux appliqué lors de la dernière opération (régérée le 17 décembre) a été fixé au taux de soumission minimal moyen/taux fixe des opérations principales de refinancement pour toute la durée de cette opération (371 jours).

En 2009, les 52 opérations principales de refinancement ont toutes été menées par voie d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le nombre de contreparties éligibles est passé de 2 099 en 2008 à 2 157. En moyenne, 401 contreparties ont participé aux opérations principales de refinancement en 2009, contre 443 en 2008. Avant le règlement de la première opération de refinancement à plus long terme assortie d'une échéance d'un an, le volume moyen alloué lors des opérations principales de refinancement atteignait 236 milliards d'euros (cf. graphique 47), avec un nombre élevé de contreparties (558 soumissionnaires en moyenne). Lors de l'opération principale de refinancement réglée le 24 juin, c'est-à-dire juste avant l'adjudication de la première opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an, le volume alloué a sensiblement diminué, revenant à 168 milliards d'euros. Ce net recul a marqué le début d'une tendance baissière, au niveau tant du taux de participation que du volume alloué dans le cadre des opérations principales de refinancement, laquelle s'est poursuivie tout au long du second semestre de l'année. En 2009, le nombre le plus faible de contreparties (109) à avoir participé à une opération principale de refinancement a été enregistré lors de l'opération réglée le

Graphique 47 Opérations de politique monétaire : volume des encours

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

23 décembre, et le volume le plus bas alloué lors d'une telle opération (46 milliards d'euros) l'a été dans le cadre de l'opération réglée le 4 novembre.

Durant le premier semestre de l'année, le volume total de liquidité alloué dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme, des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et des opérations de refinancement spéciales a régulièrement diminué, revenant de 617 milliards d'euros le 1^{er} janvier à 309 milliards d'euros le 24 juin (cf. graphique 47). Cette baisse s'est accompagnée d'une réduction parallèle et progressive du recours journalier à la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Après le règlement de la première opération de refinancement à plus long terme assortie d'une échéance d'un an, le volume total des opérations de refinancement spéciales et des opérations de refinancement à plus long terme a plus que doublé, passant à 729 milliards d'euros. Il est demeuré à des niveaux très élevés au second semestre de

l'année (atteignant 670 milliards d'euros le 31 décembre). Toutefois, le volume total des opérations de refinancement, autres que celles à plus long terme assorties d'une échéance d'un an, s'est fortement contracté dans la mesure où les contreparties ont allongé la durée du refinancement auprès de l'Eurosystème en recourant davantage aux opérations assorties d'une échéance d'un an.

Au 31 décembre, les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an représentaient 82 % du volume total de refinancement, les opérations principales de refinancement, 11 %, les opérations assorties d'une échéance de trois ou six mois, 3 et 4 % respectivement, et les opérations de refinancement spéciales, 0,4 %. Le programme d'achat d'obligations sécurisées (cf. la section 1.3 du présent chapitre) constituait 4 % de l'apport de liquidité. Au 31 décembre, le volume des seules opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an (614 milliards d'euros) a été supérieur de 23 milliards d'euros aux besoins globaux de refinancement du système bancaire.

La participation aux opérations de refinancement à plus long terme assorties d'une échéance d'un an a dans l'ensemble été très élevée, mais a baissé au cours de l'année, 1 121 contreparties prenant part à la première opération, 589 à la deuxième et 224 à la troisième. La participation aux autres opérations a aussi considérablement diminué tout au long de l'année 2009, revenant d'un maximum de 133 (le 28 janvier) à un minimum de 8 (le 7 octobre et le 7 décembre) lors des opérations d'une durée de trois mois, et d'un maximum de 110 (le 10 juin) à un minimum de 21 (le 11 novembre et le 9 décembre) lors des opérations d'une durée de six mois. La participation aux opérations de refinancement spéciales a également fléchi, revenant d'un maximum de 147 (le 9 juin) à un minimum de 8 (le 7 décembre).

La BCE peut réaliser de façon ponctuelle des opérations de réglage fin d'apport et de retrait

de liquidité en vue de gérer les conditions de la liquidité sur le marché et de piloter les taux d'intérêt. La décision du Conseil des gouverneurs d'étendre, à compter du 6 octobre 2008, l'accès aux opérations de réglage fin à toutes les contreparties éligibles aux opérations *d'open market* de l'Eurosystème effectuées par voie d'appels d'offres normaux et qui remplissent certains critères de sélection supplémentaires définis par la banque centrale nationale compétente, est restée d'application en 2009.

En 2009, la BCE n'a mené des opérations de réglage fin que le dernier jour des périodes de constitution des réserves. Douze opérations de retrait de liquidité d'une durée d'un jour ont été réalisées par voie d'appels d'offres à taux variable, les soumissions étant assorties d'un taux d'intérêt maximal égal au taux fixe des opérations principales de refinancement. En moyenne, 154 milliards d'euros ont été absorbés dans le cadre de ces opérations, auxquelles ont participé 136 contreparties.

LES FACILITÉS PERMANENTES

Les contreparties peuvent, de leur propre initiative, recourir aux deux facilités permanentes pour obtenir de la liquidité au jour le jour en échange d'actifs éligibles ou pour constituer des dépôts au jour le jour auprès de l'Eurosystème. Fin 2009, 2401 contreparties ont eu accès à la facilité de prêt marginal et 2775 à la facilité de dépôt.

Les taux appliqués à ces facilités constituent en principe un corridor pour le taux au jour le jour et remplissent dès lors une fonction importante pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Le 15 janvier 2009, à la suite d'une décision adoptée le 18 décembre 2008 par le Conseil des gouverneurs, le corridor formé par ces deux taux est passé de 100 à 200 points de base symétriquement autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Le 7 mai 2009, le corridor a été resserré à 150 points de base, lorsque le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement a été abaissé à 1%. Cette mesure a été prise pour s'assurer que le taux de la facilité de dépôt reste supérieur à zéro, continuant de ce fait à

encourager l'activité sur le marché au jour le jour des opérations en blanc. Parallèlement, le corridor est demeuré symétrique autour du taux fixe des opérations principales de refinancement.

L'ampleur des adjudications dans le cadre des opérations *d'open market* à taux fixe a entraîné une hausse sensible du recours à la facilité de dépôt, en particulier après le règlement de la première opération de refinancement à plus long terme assortie d'une échéance d'un an. Le recours journalier moyen à la facilité de dépôt s'est établi à 109 milliards d'euros (contre 0,5 milliard en 2007 et 208,5 milliards au cours de la période allant du 9 octobre au 31 décembre 2008). En 2009, le recours à la facilité de dépôt a suivi une tendance assez similaire durant chaque période de constitution de réserves : les montants afférents à la facilité de dépôt étaient plus faibles au début de chaque période mais augmentaient par la suite à mesure que davantage de contreparties remplissaient leurs obligations de réserves.

Le recours journalier moyen à la facilité de prêt marginal s'est élevé à 1 milliard d'euros (contre 6,7 milliards au cours de la période allant d'octobre à décembre 2008). Ce recul peut s'expliquer par une réduction de l'incertitude planant sur les besoins de refinancement des banques individuelles, par une amélioration du fonctionnement du marché interbancaire au jour le jour des opérations en blanc (comme l'atteste par exemple la réouverture des lignes de crédit), et par l'ampleur des adjudications dans le cadre des opérations de refinancement.

LES ACTIFS ADMIS EN GARANTIE DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

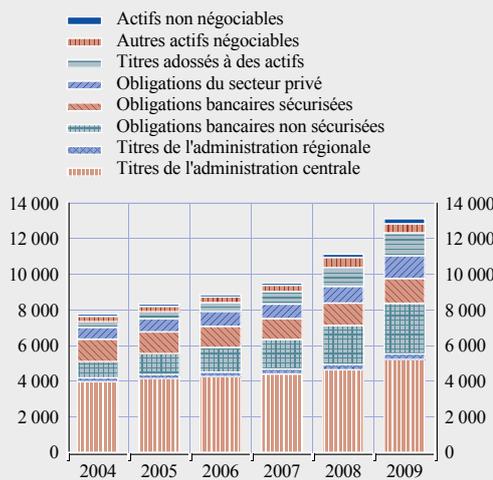
Conformément aux statuts du SEBC et aux pratiques des banques centrales à travers le monde, toutes les opérations de crédit de l'Eurosystème s'appuient sur des garanties appropriées. Ce concept d'adéquation vise, d'une part, à éviter à l'Eurosystème d'encourir des pertes en accordant des crédits et, d'autre part, à assurer qu'un large éventail de contreparties disposent de garanties suffisantes, de sorte que

l'Eurosystème soit en mesure de fournir le montant de liquidité qu'il juge nécessaire dans le cadre de ses opérations de politique monétaire et sous la forme de crédit intrajournalier octroyé lors des opérations traitées par les systèmes de paiement. C'est pour ces raisons qu'une large gamme d'actifs est acceptée en garantie par l'Eurosystème dans toutes ses opérations de crédit. Cet élément du dispositif de garanties de l'Eurosystème, associé au fait que l'accès à ses opérations d'*open market* est accordé à un large éventail de contreparties, a fortement contribué à la mise en œuvre de la politique monétaire en période de tension. Grâce à la flexibilité de son cadre opérationnel, l'Eurosystème a été en mesure de fournir la liquidité nécessaire pour répondre au fonctionnement défaillant du marché monétaire sans rencontrer de graves contraintes de garanties durant la crise financière. Fin 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé d'élargir temporairement, jusqu'à fin 2010, la liste des garanties éligibles.

En 2009, la valeur moyenne des actifs éligibles admis en garantie a augmenté de 17,9%, par rapport à 2008, atteignant un montant total de 13 100 milliards d'euros (cf. graphique 48). Les créances sur les administrations publiques ont représenté 40% du total, soit un montant de 5 500 milliards d'euros, le reste prenant la forme d'obligations bancaires non sécurisées (2 800 milliards ou 20%), d'obligations bancaires sécurisées (1 400 milliards ou 11%), de titres adossés à des actifs (1 300 milliards ou 10%), d'obligations émises par le secteur privé (1 300 milliards ou 10%), et d'autres obligations (500 milliards ou 4%), telles que les titres émis par les institutions supranationales. En raison de l'élargissement temporaire de la liste des garanties éligibles, le volume total des actifs négociables éligibles s'élevait à quelque 1 400 milliards d'euros fin 2009. La liste des actifs éligibles comprend également des actifs non négociables, essentiellement des créances sous la forme de crédits (aussi appelées «prêts bancaires»). À la différence de celui des actifs négociables, le caractère éligible des actifs non négociables n'est évalué qu'au moment où ils sont mobilisés.

Graphique 48 Garanties éligibles par types d'actifs

(montants en milliards d'euros; moyennes annuelles)



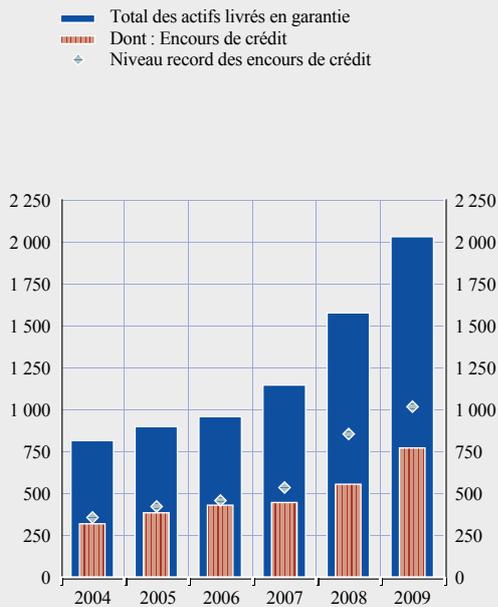
Source : BCE

C'est pourquoi leur volume n'est pas facilement mesurable. Après prise en compte de cette réserve, le montant des actifs non négociables remis par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème a, selon les estimations, atteint 300 milliards d'euros en 2009, ce qui représente 2% du montant total des actifs éligibles dans l'Eurosystème. Le seuil de qualité du crédit plus bas introduit temporairement pour élargir la liste des garanties éligibles a aussi été appliqué aux actifs non négociables.

La valeur moyenne des actifs négociables et non négociables remis par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème a fortement progressé, passant de 1 579 milliards d'euros en 2008 à 2 034 milliards en 2009. Cette progression est principalement imputable au dépôt par les contreparties d'un grand nombre de garanties supplémentaires auprès de l'Eurosystème en réponse aux turbulences sur les marchés financiers (cf. graphique 49). Comme l'illustre la comparaison entre les actifs éligibles et l'encours des crédits octroyés aux contreparties de l'Eurosystème, la part des actifs éligibles qui n'a pas été mobilisée pour couvrir les crédits émanant des opérations de

Graphique 49 Actifs livrés en garantie dans les opérations de crédit de l'Eurosystème comparés aux encours de crédit dans les opérations de politique monétaire¹⁾

(montants en milliards d'euros)

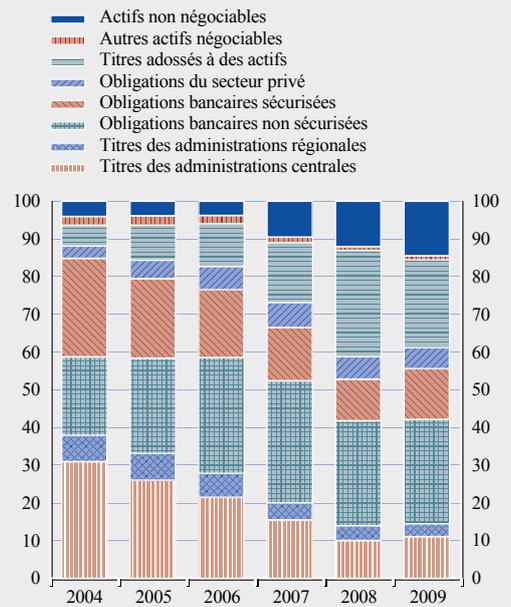


Source : BCE

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

Graphique 50 Répartition par types des actifs (y compris les créances privées) livrés en garantie

(en pourcentage)



Source : BCE

politique monétaire a très légèrement augmenté sur une base agrégée. Cette situation suggère que l'insuffisance d'actifs éligibles n'a pas été une contrainte systémique pour les contreparties de l'Eurosystème, en dépit du volume croissant de liquidité qu'elles ont reçu par le biais des opérations de refinancement.

S'agissant de la ventilation des actifs remis en garantie (cf. graphique 50), la part moyenne des titres adossés à des actifs est revenue de 28% en 2008 à 23% en 2009. Ce recul est dû aux réductions des valeurs de marché et à des augmentations de la décote, tandis que le montant total présenté est demeuré stable. Les obligations bancaires non sécurisées représentaient en moyenne un peu moins de 28% des actifs remis en garantie en 2009, devenant de ce fait la principale catégorie d'actifs remis en garantie à l'Eurosystème. La part moyenne des actifs non négociables est passée de 12% en 2008 à 14% en 2009. En outre, la part

moyenne des titres émis par les administrations centrales s'est établie à 11% en 2009, contre 10% en 2008. Les nouvelles catégories d'actifs temporairement éligibles ont représenté quelque 3,8% de l'ensemble des actifs négociables remis en garantie.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

L'Eurosystème atténue le risque de défaillance d'une contrepartie lié à ses opérations de crédit en exigeant de ses contreparties qu'elles fournissent des garanties adéquates. Toutefois, l'Eurosystème est toujours exposé à un certain nombre de risques financiers en cas de défaillance d'une contrepartie, y compris les risques de crédit, de marché et de liquidité. En outre, l'Eurosystème est exposé à des risques de change dans le cadre des opérations d'apport de liquidité en devises contre remise de garanties en euros, telles que celles qu'il a menées en 2009. En vue de limiter ces risques à des niveaux acceptables, l'Eurosystème maintient des critères de qualité de

signature élevée pour les actifs admis en garantie, évalue les garanties sur une base journalière et applique des mesures appropriées de contrôle des risques.

Par souci de prudence, l'Eurosystème a établi des volants de sécurité pour couvrir les pertes potentielles résultant d'une résolution définitive des garanties apportées par des contreparties ayant fait défaut; leur niveau est réexaminé chaque année dans l'attente de la cession totale des garanties et conformément aux perspectives de recouvrement. Plus généralement, les risques financiers liés aux opérations de crédit sont quantifiés et communiqués régulièrement aux organes de décision de la BCE.

En 2009, la BCE a apporté les améliorations techniques qu'elle avait annoncées le 4 septembre 2008 au dispositif de contrôle des risques. Elle a introduit des adaptations concernant l'utilisation de titres adossés à des actifs et d'obligations non sécurisées émises par les établissements de crédit admis en garantie des concours de l'Eurosystème. S'agissant des titres adossés à des actifs, l'Eurosystème a imposé les 20 janvier et 20 novembre 2009 des exigences supplémentaires en matière de notation aux organismes externes d'évaluation du crédit reconnus. En outre, pour que les titres adossés à des actifs émis à partir du 1^{er} mars 2009 soient admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème, le gisement de créances sous-jacent ne devra pas être constitué, en totalité ou en partie, de tranches d'autres titres adossés à des actifs. Les titres adossés à des actifs émis avant le 1^{er} mars 2009 sont exemptés de cette dernière obligation jusqu'au 1^{er} mars 2010. En ce qui concerne les obligations non sécurisées émises par les établissements de crédit, l'Eurosystème a annoncé le 20 janvier 2009 l'introduction de limites à leur utilisation à compter du 1^{er} mars 2009.

Tout en préservant les caractéristiques principales du cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème, telles que la vaste palette des garanties éligibles et le large accès des contreparties de l'Eurosystème à la liquidité de

banque centrale, les ajustements susmentionnés au dispositif de contrôle des risques visaient à maintenir un niveau approprié de protection de l'Eurosystème contre les risques. De plus, les modifications ayant trait à l'utilisation des titres adossés à des actifs avaient pour objet de contribuer au rétablissement du bon fonctionnement de ces marchés.

Par ailleurs, afin d'évaluer adéquatement le risque lié aux titres adossés à des actifs utilisés dans le cadre de ses opérations de crédit, l'Eurosystème examine actuellement s'il serait opportun de prendre en compte dans la structure de gestion des risques l'existence d'information prêt par prêt pour les actifs sous-jacents à de tels instruments. À cette fin, il a entamé des discussions avec des agences de notation, des investisseurs, des organisations professionnelles ainsi que des initiateurs de tels titres et a lancé, le 23 décembre 2009, une consultation publique sur le sujet. L'information portant sur les prêts sous-jacents aux titres adossés à des actifs devrait améliorer la transparence de ces derniers, permettant ainsi une évaluation plus complète du risque lié à de tels actifs et contribuant au rétablissement de la confiance sur les marchés de titrisation.

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

En 2009, l'Eurosystème n'a procédé à aucune intervention sur le marché des changes. Par ailleurs, la BCE n'a effectué aucune opération de change dans une des monnaies participant au 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 activé à neuf reprises en 2009.

Afin de répondre aux perturbations sur les marchés européens de financement en dollars des États-Unis engendrées par les turbulences sur les marchés financiers, la BCE a mis en place en 2007 un dispositif temporaire d'échange

réci-proque de devises (accord de *swap*) avec le Système fédéral de réserve, lequel a été reconduit à plusieurs reprises, en dernier lieu jusqu'au 1^{er} février 2010. En liaison avec le dispositif temporaire d'adjudication en dollars du Système fédéral de réserve et en étroite coopération avec d'autres banques centrales, l'Eurosystème a fourni les financements libellés en dollars reçus *via* cet accord de *swap* à ses contreparties contre des garanties éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème. Dans le contexte de la volatilité des marchés financiers observée en 2009, l'Eurosystème a continué à mener des opérations sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, assorties d'une échéance de 7, 28 et 84 jours pour octroyer de la liquidité en dollars à ses contreparties. En 2009, des financements en dollars ont été fournis aux contreparties de la zone euro dans le cadre de 69 opérations de cession temporaire contre remise de garanties éligibles et de six opérations de *swaps* de change EUR/USD. En raison de l'amélioration de la situation des marchés de financement et du faible niveau de la demande, les opérations menées sous la forme de *swaps* de change EUR/USD ont été interrompues fin janvier 2009, alors que les opérations de pension en dollars assorties d'une échéance de 28, 84 et 7 jours l'ont été après les opérations réalisées le 28 juillet 2009, le 6 octobre 2009 et le 27 janvier 2010, respectivement.

À la suite de la conclusion en octobre 2008 d'un accord de *swap* avec la Banque nationale suisse, l'Eurosystème a continué à fournir des liquidités en francs suisses à ses contreparties en 2009. Ces opérations ont été menées sous la forme de *swaps* de change EUR/CHF à un prix fixé et pour un montant maximal adjugé déterminé par la BCE en coopération avec la Banque nationale suisse. En 2009, l'Eurosystème a réalisé 51 opérations de *swaps* de change à une semaine visant à fournir des liquidités en francs suisses. Le 18 janvier 2010, le Conseil des gouverneurs a décidé, en accord avec la Banque nationale suisse, de suspendre après le 31 janvier 2010 les opérations de *swaps* de change à une semaine visant à fournir des liquidités en francs suisses.

Cette décision a été prise dans le contexte d'une diminution de la demande de liquidités et de l'amélioration de la situation sur les marchés de financement.

En avril 2009, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre sur pied un dispositif temporaire d'échange réci-proque de devises (accord de *swap*) avec le Système fédéral de réserve afin de permettre à ce dernier de disposer de liquidités à hauteur de 80 milliards d'euros. Cet accord de *swap* a été reconduit à plusieurs reprises, en dernier lieu jusqu'au 1^{er} février 2010. En outre, la BCE et la Sveriges Riksbank ont pris en juin 2009 la décision d'activer leur dispositif temporaire d'échange réci-proque de devises (accord de *swap*) conclu en 2007 pour un montant maximal de 10 milliards d'euros, en vue de faciliter le bon fonctionnement des marchés financiers et de fournir des liquidités en euros à la Sveriges Riksbank si nécessaire.

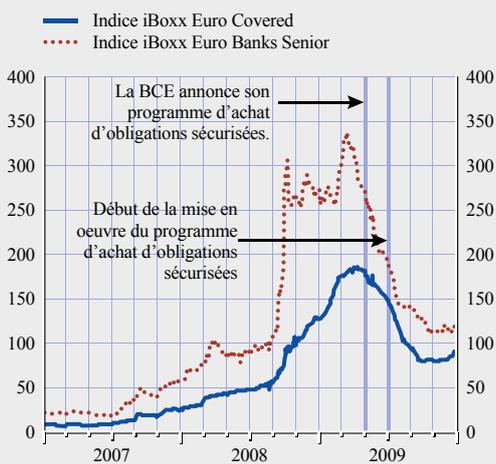
1.3 LE PROGRAMME D'ACHAT D'OBLIGATIONS SÉCURISÉES

Le Conseil des gouverneurs a décidé en mai 2009 d'instaurer un programme d'achat ferme d'obligations sécurisées à des fins de politique monétaire. Ce programme, qui constituait une pierre angulaire de la politique de soutien renforcé du crédit de la BCE, a été lancé en vue de contribuer au redressement du marché des obligations sécurisées. L'Eurosystème a annoncé qu'il entendait acheter des obligations sécurisées libellées en euros pour un montant de 60 milliards d'euros entre juillet 2009 et fin juin 2010. Ces obligations, émises dans la zone euro, doivent répondre à certains critères, lesquels ont été précisés à tous les intervenants de marché.

Au 31 décembre 2009, l'Eurosystème avait acheté des obligations sécurisées pour un montant nominal total de quelque 28 milliards d'euros, les achats sur le marché primaire représentant 24% et ceux sur le marché secondaire, 76%. Depuis la mise en place du

Graphique 51 Écarts entre les rendements des obligations sécurisées et les taux des swaps et entre les rendements des obligations bancaires non sécurisées privilégiées et les taux des swaps

(en points de base)



Source : Markit

Notes : Indices iBoxx : Ces indices couramment utilisés suivent les variations des écarts de rendement sur plusieurs marchés obligataires par rapport aux taux des swaps. Ils sont établis par une filiale de la société de services d'information financière Markit. L'indice iBoxx Euro Covered est un indicateur de la différence entre le rendement d'un panier d'obligations sécurisées libellées en euros et celui de swaps de taux de durée similaire. L'indice iBoxx Euro Banks Senior est un indicateur de la différence entre le rendement d'un panier d'obligations bancaires non adossées privilégiées et celui de swaps de taux de durée similaire.

programme, les nouvelles émissions ont augmenté sur le marché des obligations sécurisées et les écarts entre les rendements de ces obligations et les taux des *swaps* se sont considérablement resserrés, ce qui s'explique aussi en partie par une amélioration générale de la situation sur les marchés financiers. Cette évolution s'est aussi accompagnée d'une réduction généralisée d'autres écarts, tels que ceux sur les obligations bancaires non sécurisées de premier rang (cf. graphique 51)¹.

1.4 LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT

Les activités de placement de la BCE sont organisées de façon à garantir qu'aucune information privilégiée concernant les choix stratégiques ne puisse être utilisée lors de la prise de décisions en matière de placement. Un ensemble de règles et de procédures, connues sous le nom

de «muraille de Chine», sépare la division Placements de la BCE des autres services.

LA GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE

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

Le portefeuille de réserves de change de la BCE se compose de dollars des États-Unis, de yens japonais, d'or et de DTS. Les réserves de change en dollars des États-Unis et en yens japonais sont activement gérées par la BCE et les BCN de la zone euro qui souhaitent participer à cette activité, agissant en tant que mandataires de la BCE. Un «modèle de spécialisation par devise» a été introduit en janvier 2006 pour accroître l'efficacité des opérations de placement au sein de l'Eurosystème. Conformément à ce modèle, chaque BCN, ou groupe de BCN agissant conjointement, se voit attribuer soit une part du portefeuille en dollars des États-Unis, soit une part de celui en yens japonais². Depuis janvier 2009, date à laquelle la Slovaquie a rejoint la zone euro, la Národná banka Slovenska gère un portefeuille en dollars des États-Unis en qualité de mandataire de la BCE.

En 2009, la BCE a effectué des ventes d'or pour un montant total de 35,5 tonnes. Le produit des

1 De plus amples informations sur le programme d'achat d'obligations sécurisées sont disponibles sur le site internet de la BCE; cf. notamment <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo>.

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

ventes d'or a été affecté au portefeuille en dollars des États-Unis. Ces ventes ont été entièrement conformes à l'Accord du 8 mars 2004 sur les avoirs en or des banques centrales, dont la BCE est signataire, et qui a été renouvelé le 7 août 2009.

La valeur des avoirs nets de réserve de change de la BCE³ aux taux de change courants et aux prix du marché est passée de 49,5 milliards d'euros fin 2008 à 51 milliards fin 2009, dont 38,3 milliards en devises – yen japonais et dollar des États-Unis – et 12,7 milliards en or et en DTS. Sur la base des taux de change en vigueur fin 2009, les actifs en dollars des États-Unis ont représenté 78,5 % des réserves de change, tandis que ceux en yens japonais en ont représenté 21,5 %. La diminution de 0,5 % de la valeur en euros du portefeuille de devises est principalement attribuable à la dépréciation du yen japonais (de 5,3 %) et du dollar des États-Unis (de 3,4 %) par rapport à l'euro au cours de l'année, tandis que les plus-values, les revenus d'intérêts générés par les activités de gestion du portefeuille et le placement du produit des ventes d'or susmentionnées ont apporté une contribution positive. La valeur de l'or et des DTS s'est accrue de quelque 14 %, et ce en dépit des ventes d'or. Cette augmentation s'explique, dans une large mesure, par l'appréciation de l'or de 22,1 % environ en 2009, exprimée en euros.

En 2009, certains instruments assortis de la garantie de l'État ont été ajoutés à la liste des instruments éligibles dans lesquels les réserves de change de la BCE peuvent être investies. Le lancement d'un programme automatique de gestion de prêts de titres pour les actifs de la BCE libellés en dollars des États-Unis, finalisé en 2008, a été reporté dans la mesure où il a été jugé opportun d'attendre des conditions de crédit plus favorables.

LA GESTION DES FONDS PROPRES

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

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

La valeur du portefeuille aux prix du marché est passée de 10,2 milliards d'euros fin 2008 à 11,8 milliards fin 2009. L'augmentation de la valeur de marché est imputable au placement dans le portefeuille de fonds propres de la provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or constituée par la BCE en 2005, ainsi qu'aux rendements des investissements et aux contributions de la Národná banka Slovenska au capital et aux réserves de la BCE à la suite de l'adoption de l'euro par la Slovaquie.

La liste des instruments éligibles a été étendue en 2009 à certains titres assortis de la garantie de l'État, lesquels satisfont aux critères d'éligibilité de la BCE applicables à son portefeuille de fonds propres.

Une « muraille de Chine » a été établie par la BCE au niveau de la mise en œuvre du programme d'achat d'obligations sécurisées, étant donné que le portefeuille de fonds propres et les activités d'achat réalisées dans le cadre du programme susmentionné sont gérés par le même service.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

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

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

les parties concernées d'être adéquatement informées du niveau de tels risques.

En 2009, la BCE a continué à développer l'infrastructure TI supportant la structure de gestion des risques pour ses opérations de placement. Cette structure a été étendue afin de couvrir le portefeuille d'obligations sécurisées achetées par la BCE dans le cadre du programme d'achat d'obligations sécurisées.

Un des indicateurs utilisés pour mesurer l'exposition au risque de marché est le risque potentiel de perte maximale (*value-at-risk*–VaR), qui est une estimation de la perte maximale possible pour un seuil de confiance donné sur un horizon d'investissement donné. La valeur de cet indicateur dépend d'une série de paramètres intervenant dans le calcul, en particulier le seuil de confiance, la longueur de l'horizon temporel et l'échantillon utilisé pour estimer la volatilité des prix des actifs. À titre d'illustration, le VaR du portefeuille de placement de la BCE, en ce compris le portefeuille du programme d'achat d'obligations sécurisées, au 31 décembre 2009 serait de 10 655 millions d'euros pour un seuil de confiance de 95 %, un horizon temporel d'un an et un échantillon d'un an pour la mesure de la volatilité des prix des actifs. Ce VaR reviendrait à 7 975 millions d'euros pour un échantillon de cinq ans (au lieu d'un an). La plupart des risques de marché sont imputables à des risques de fluctuation des taux de change et du cours de l'or. Le faible risque de taux d'intérêt reflète la sensibilité relativement faible des portefeuilles de placement de la BCE en 2009.

2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES

L'Eurosystème a pour mission statutaire d'assurer un règlement efficace et robuste des systèmes de paiement. Le principal instrument dont il dispose pour mener à bien cette mission – outre sa fonction de surveillance (cf. la section 4 du chapitre 3) – est la fourniture de dispositifs de paiement et de règlement de titres. Pour ce faire, l'Eurosystème a créé le système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel, appelé TARGET, pour les paiements urgents et de montant élevé en euros. Le système de première génération, techniquement décentralisé, a été remplacé par le système de deuxième génération (TARGET2) en mai 2008, lorsque la migration vers le nouveau système s'est terminée. TARGET2 repose sur une infrastructure technique unique, la plate-forme unique partagée (*Single Shared Platform* – SSP). Trois banques centrales de l'Eurosystème – la Banca d'Italia, la Banque de France et la Deutsche Bundesbank – fournissent ensemble la SSP et opèrent celle-ci pour le compte de l'Eurosystème.

Au niveau du règlement de titres, l'Eurosystème a réalisé des progrès considérables concernant son projet de développement d'une plate-forme informatique unique – appelée TARGET2-Titres (*TARGET2 Securities* – T2S) – pour le règlement de la quasi-totalité des titres en Europe, supprimant ainsi toute distinction entre les opérations nationales et transfrontières. Les travaux effectués au cours de 2009 se sont axés sur le développement de la documentation technique pour la plate-forme, le renforcement des relations avec les dépositaires centraux de titres (*Central Securities Depositories* – CSD) et sur la préparation de la phase de développement du projet, entamée au début de 2010. Des progrès ont également été réalisés concernant plusieurs aspects stratégiques, tels que la gouvernance et l'harmonisation.

S'agissant de la mobilisation transfrontière des garanties, le modèle de banque centrale correspondante a permis, depuis 1999, à toutes les contreparties de la zone euro d'utiliser un ensemble commun d'actifs admis en garantie des concours de l'Eurosystème.

Afin d'accroître l'efficacité de la gestion des garanties, l'Eurosystème a décidé, en juillet 2008, de lancer le *Collateral Central Bank Management*, ou CCBM2, qui sera développé sur une plate-forme technique unique et entraînera une standardisation plus poussée des procédures.

2.1 LE SYSTÈME TARGET2

TARGET2 joue un rôle de premier plan dans la conduite de la politique monétaire unique et le fonctionnement du marché monétaire en euros. Ce système fournit un service de règlement en temps réel en monnaie de banque centrale et une large couverture de marché. Il traite les paiements urgents et de montant élevé, sans aucune limite minimale ou maximale et a également attiré une grande diversité d'autres paiements.

LES OPÉRATIONS DE TARGET2

Le système TARGET2 a fonctionné sans heurt en 2009 et a continué d'assurer le règlement d'un grand nombre de paiements en euros. La part de marché du système est restée stable: 89 % de la valeur totale des paiements exécutés par l'intermédiaire de systèmes de paiement de montant élevé en euros l'ont été *via* TARGET2. Le nombre moyen de paiements traités quotidiennement par le biais de TARGET2, en baisse de 7 %, s'est établi à 345 771, tandis que la valeur moyenne a diminué de 19 %, à 2 153 milliards d'euros. Le 30 septembre 2009, TARGET2 a atteint une pointe de 508 368 transactions. Le tableau 12 compare les flux de paiements exécutés dans le système TARGET2 en 2009 à ceux de l'année précédente. Le recul observé en termes de volume et de valeur est largement imputable aux effets de la crise financière. Les indicateurs statistiques se basent, en outre, sur une nouvelle méthodologie qui a été appliquée aux statistiques de TARGET2 depuis janvier 2009. Cet aspect doit être pris en considération lors de la comparaison des chiffres de 2009 avec ceux des années précédentes, en particulier en ce qui concerne la valeur réglée.

Tableau 12 Flux de paiements dans TARGET¹⁾

En valeur (en milliards d'euros)	2008	2009	Variations (en pourcentage)
Ensemble des paiements dans TARGET			
Total	682 780	551 174	
Moyenne quotidienne	2 667	2 153	-19
En volume (nombre de paiements)			
Ensemble des paiements dans TARGET			
Total	94 711 380	88 517 321	
Moyenne quotidienne	369 966	345 771	-7
Source : BCE			
1) 256 jours de fonctionnement en 2008 et 2009			

La disponibilité globale de TARGET2, 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, a atteint 99,99 % en 2009. Le niveau de disponibilité n'a été affecté que par des incidents liés aux comptes propres nationaux, alors que la SSP en elle-même a atteint 100 % de disponibilité au cours de la période sous revue. 99,96 % des paiements effectués *via* TARGET2 l'ont été dans un délai de cinq minutes. Les performances très positives du système ont suscité la satisfaction de tous les participants.

En décembre 2009, 1 822 participants directs gardaient un compte RTGS dans le système TARGET2. Le nombre total de banques (y compris les succursales et les filiales) avec lesquelles TARGET2 permet de traiter au niveau mondial est passé à environ 55 000. TARGET2 a, en outre, procédé au règlement des positions en numéraire de 69 systèmes exogènes.

LA COOPÉRATION AVEC LES UTILISATEURS DE TARGET2

L'Eurosystème maintient des relations suivies avec les utilisateurs de TARGET2 et des réunions ont été organisées régulièrement en 2009 entre les BCN de la zone euro et les groupes d'utilisateurs nationaux de TARGET2. En outre, des réunions mixtes du *Working Group* du SEBC sur TARGET2 et du *TARGET Working Group*, qui rassemble des

associations européennes du secteur du crédit ont été organisées tous les trimestres afin de discuter de questions opérationnelles liées à TARGET2 au niveau paneuropéen. Les aspects stratégiques ont été examinés au sein du *Contact Group on Euro Payments Strategy* (Groupe de contact sur la stratégie des paiements en euros), une enceinte à laquelle participent des responsables de haut niveau des banques centrales et des banques commerciales.

LA GESTION DES NOUVELLES VERSIONS DU SYSTÈME

L'Eurosystème tente de garantir que les changements au niveau des paiements de montant élevé se reflètent dans TARGET2. Il est nécessaire de mettre l'accent en permanence sur l'évolution du système afin d'accroître le niveau de service offert par TARGET2 et de rencontrer les besoins de ses participants. Pour atteindre cet objectif, toutes les parties prenantes sont impliquées en temps opportun dans le processus de mise à jour.

En règle générale, les versions de TARGET2 sont mises à disposition une fois par an et coïncident avec les publications annuelles des normes de SWIFT au mois de novembre. L'élaboration de la version annuelle de TARGET2 s'effectue sur une période de 21 mois, afin que toutes les parties disposent de suffisamment de temps pour les discussions, l'établissement de priorités, la mise en œuvre et les tests. L'information est mise à disposition des participants à un stade précoce afin de permettre une planification et une budgétisation adéquates de toutes les modifications. Il y a eu deux versions en 2009 : une première version intermédiaire le 11 mai pour permettre la fonctionnalité du règlement croisé avec les dépositaires centraux de titres (CSD) dans l'interface de système exogène et une deuxième le 23 novembre, en vue d'améliorer l'outil de contrôle *on line* en temps réel du système et de mettre en œuvre la nouvelle norme pour les messages MT202COV, entre autres nouvelles caractéristiques.

LES PAYS PARTICIPANT À TARGET2

Tous les pays de la zone euro participent à TARGET2, son utilisation étant obligatoire

pour le règlement des ordres de paiement résultant directement des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème ou réalisés dans le cadre de celle-ci. Lorsque la Slovaquie a adopté l'euro le 1^{er} janvier 2009, la Národná banka Slovenska et sa communauté d'utilisateurs nationaux ont rejoint le système TARGET2. En 2002, le Conseil des gouverneurs de la BCE a confirmé le droit des BCN ne faisant pas partie de la zone euro de se connecter à TARGET sur la base du principe « *no compulsion, no prohibition* » (pas d'obligation, pas d'interdiction). TARGET2 est donc également accessible, sur une base volontaire, aux États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro, afin de faciliter le règlement des opérations libellées en euros dans ces pays. D'un point de vue juridique et économique, chaque banque centrale participante et connectée est responsable de la gestion de sa composante du système et du maintien des relations avec ses participants.

En février 2010, après avoir mené à bien les préparatifs et activités de test nécessaires, la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie) et sa communauté d'utilisateurs nationaux se sont connectées à TARGET2. Actuellement, 23 banques centrales de l'UE et leur communauté d'utilisateurs nationaux respective sont connectées à TARGET2 : les 17 banques centrales de la zone euro, y compris la BCE, et six banques centrales de pays ne faisant pas partie de la zone euro⁴. Certaines institutions financières implantées dans d'autres pays de l'EEE participent également à TARGET2 grâce à un accès à distance.

LES ÉVOLUTIONS FUTURES

En novembre 2009, l'Eurosystème a finalisé le contenu de la nouvelle version 4.0, dont la mise en œuvre est envisagée le 22 novembre 2010. La version inclut la connexion *via* internet à TARGET2, en particulier pour les institutions de crédit de petite et de moyenne tailles, ainsi que plusieurs autres améliorations demandées par la communauté des utilisateurs. En outre, le contenu de la version 5.0 (qui doit être mise en œuvre en novembre 2011) sera défini en

2010 en collaboration avec la communauté des utilisateurs.

2.2 TARGET2-TITRES

T2S est la future plate-forme de services de l'Eurosystème pour le règlement des titres en monnaie de banque centrale. Ce système rendra le règlement des opérations sur titres transfrontières aussi simple et efficace que celui des opérations nationales. Avec T2S, il sera possible de procéder au règlement de la quasi-totalité des titres négociés en Europe sur une plate-forme de règlement unique, selon un horaire harmonisé, en utilisant une interface informatique commune ainsi qu'un format de message harmonisé. T2S représente dès lors une étape décisive vers un marché des capitaux européen intégré. En outre, bien qu'il s'agisse d'une initiative de l'Eurosystème, T2S procédera au règlement d'opérations sur titres non seulement en euros, mais également dans d'autres devises si la banque centrale concernée, soutenue par son marché, donne son autorisation.

La crise financière a considérablement renforcé la conscience des avantages de T2S. Tout d'abord, T2S réduira les coûts de post-marché des intervenants de marché, ramenant les commissions de règlement à un des niveaux les plus faibles du monde. Ensuite, en utilisant des algorithmes de règlement sophistiqués, des mécanismes de recyclage et l'auto-constitution de garanties⁵, T2S augmentera sensiblement l'efficacité de la gestion des garanties et de la liquidité des banques. En troisième lieu, en élargissant le règlement brut en temps réel en monnaie de banque centrale à toute l'Europe, T2S réduira l'exposition au risque financier des intervenants de marché, en particulier

4 La Bulgarie, le Danemark, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie et la Pologne

5 L'auto-constitution de garanties est un mécanisme par lequel les titres transférés (ou les titres gardés en stock) peuvent être utilisés en garanties des crédits de la banque centrale en vue de procéder au règlement du transfert.

pour les opérations transfrontières. De plus, T2S appliquera le même système performant de continuité des activités que TARGET2.

En 2009, les quatre BCN chargées de développer et d'exploiter la plate-forme – la Deutsche Bundesbank, le Banco de España, la Banque de France et la Banca d'Italia – se sont centrées sur la traduction des besoins des utilisateurs, établis en étroite collaboration avec les intervenants de marché, dans une forme technique qui servira de base au développement des logiciels. En novembre 2009, l'ensemble des documents techniques – les plus importants étant les spécifications fonctionnelles générales et la structure technique générale – ont été publiés.

Afin d'aider les organes de décisions de la BCE à assurer la réussite et l'achèvement dans les délais du programme T2S et de renforcer la gestion interne du projet, le Conseil des gouverneurs a décidé, en mars 2009, de créer le comité pour le programme T2S. Le comité pour le programme a également été chargé de certaines tâches de mise en œuvre par les banques centrales de l'Eurosystème, afin de pouvoir être pleinement opérationnel et agir pour le compte de l'ensemble de l'Eurosystème. Bien que le Conseil des gouverneurs demeure l'organe de décision ultime pour les aspects de politique stratégique, le comité pour le programme sera chargé de soumettre au Conseil des gouverneurs des propositions sur des points fondamentaux, de gérer quotidiennement le programme T2S et de maintenir des relations avec les parties prenantes externes et avec les quatre BCN qui développent la plate-forme.

Le comité pour le programme se compose de huit membres, désignés pour un terme renouvelable de 18 mois. Il est présidé par un haut responsable de la BCE et comprend deux anciens administrateurs délégués de CSD, ainsi que quatre représentants de BCN de la zone euro et un représentant d'une BCN ne faisant pas partie de la zone euro. Les membres ne représentent pas les points de vue de leurs institutions respectives, mais agissent

exclusivement dans l'intérêt de l'Eurosystème et du programme T2S. Le 17 septembre 2009, le Conseil des gouverneurs a approuvé le code de conduite et les règles de procédure du comité pour le programme T2S.

Un des facteurs clés dans la réussite du projet sera l'obtention d'une « masse critique » en termes de volume des opérations qui seront réglées sur la plate-forme, lorsque celle-ci démarrera. Une étape primordiale à cet égard a été la signature, en juillet 2009, du protocole d'accord T2S entre l'Eurosystème et 27 CSD de 25 pays d'Europe. Ont signé ce protocole non seulement tous les CSD établis dans la zone euro, mais également neuf CSD de pays ne faisant pas partie de la zone euro (le Danemark, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Roumanie, la Suède, le Royaume-Uni, l'Islande et la Suisse). Par la suite, les CSD norvégien et polonais ont annoncé qu'ils adhèreraient également au protocole d'accord, portant le nombre total de CSD à 29. En outre, les banques centrales du Danemark, de Suède et de Norvège se sont montrées intéressées à procéder au règlement de leurs devises nationales en T2S. Bien que la signature du protocole d'accord n'engage pas les CSD à utiliser T2S lorsque celui-ci sera opérationnel, cette signature constitue une base importante pour la négociation d'un engagement contractuel formel entre les CSD et l'Eurosystème, dont la finalisation est prévue au cours de 2010.

Le projet T2S contribuera de manière significative à harmoniser l'environnement européen complexe de post-négociation. Cette harmonisation permettra de réduire les coûts, d'accroître la concurrence et de diminuer les risques⁶. L'interface technique commune et l'échéancier de règlement unique de T2S, ainsi que l'adoption de normes professionnelles dans les formats d'appariement et de messagerie, contribueront largement à favoriser l'harmonisation. Les travaux sur l'harmonisation

6 Pour plus de détails, cf. l'article spécial intitulé *Harmonisation in the post-trading sector* (Harmonisation dans le secteur de post-négociation) à paraître dans la prochaine publication de la BCE *Financial integration in Europe* (Intégration financière en Europe)

des processus d'appariement et de règlement en T2S se sont poursuivis au cours de 2009, et des normes pour le traitement de transactions sur titres dans le cadre d'opérations en suspens en T2S ont été adoptées. Ces normes ont également été approuvées par le *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II* (Groupe d'experts consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison) de la Commission européenne, qui est le groupe chargé du démantèlement des « obstacles Giovannini » préjudiciables à une compensation et un règlement efficaces.

2.3 LES PROCÉDURES DE RÈGLEMENT POUR LES GARANTIES

Des actifs éligibles peuvent être utilisés pour garantir tous les types d'opérations de crédit de l'Eurosystème, non seulement au niveau national mais aussi au-delà des frontières. Depuis l'introduction de l'euro, l'utilisation de garanties transfrontières n'a cessé de progresser. Le montant des garanties transfrontières (y compris les actifs négociables et non négociables) conservées par l'Eurosystème est passé de 861 milliards d'euros en décembre 2008 à 866 milliards d'euros en décembre 2009. Fin 2009, les garanties transfrontières représentaient globalement 38,2 % de l'ensemble des garanties fournies à l'Eurosystème.

La mobilisation transfrontière de garanties dans la zone euro s'opère principalement *via* le modèle de banque centrale correspondante (MBCC/CCBM) et les liens éligibles entre les systèmes de règlement de titres de la zone euro. La première solution est fournie par l'Eurosystème, alors que la seconde est une initiative du marché.

LES SERVICES DE GESTION DES GARANTIES DE L'EUROSYSTÈME

Le CCBM est demeuré le principal canal utilisé pour le transfert de garanties transfrontières dans le cadre des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème et de crédit intrajournalier.

Il a représenté 26,1 % du total des garanties fournies à l'Eurosystème en 2009. Les actifs détenus en dépôt par le biais du CCBM sont revenus de 713 milliards d'euros fin 2008 à 569 milliards d'euros fin 2009.

Depuis sa mise en œuvre en 1999, le CCBM a contribué à l'intégration des marchés financiers en fournissant à toutes les contreparties de la zone euro l'accès à tous les actifs éligibles, que ce soit pour des opérations de politique monétaire ou pour obtenir des liquidités intrajournalières dans TARGET2. Son cadre a néanmoins été conçu comme une solution provisoire, basée sur le principe d'une harmonisation minimale. En vue d'introduire un niveau plus harmonisé de services et dès lors de renforcer l'intégration des marchés financiers, l'Eurosystème a décidé en 2008 de lancer le CCBM2, basé sur une plate-forme unique. Le développement et l'exploitation du CCBM2 pour le compte de l'Eurosystème ont été confiés à la Banque nationale de Belgique et à la Nederlandsche Bank, dans la perspective d'un démarrage des activités avant le lancement de T2S ou, au plus tard, en même temps que celui-ci.

Le CCBM2 permettra une harmonisation renforcée et une efficacité accrue grâce à l'optimisation des coûts de la mobilisation de garanties. De plus, le CCBM2 traitera les instructions suivant le principe du *straight-through processing* (traitement automatique de bout en bout), ce qui permettra la fourniture de toutes les garanties éligibles, utilisées à la fois sur une base nationale et sur une base transfrontière, pour générer l'émission en temps réel des crédits correspondants en TARGET2. Ce système avancé fournira, en outre, de nouvelles possibilités aux contreparties de l'Eurosystème, en particulier aux banques opérant dans plusieurs pays, en vue d'optimiser leur utilisation de garanties et d'améliorer leur gestion de liquidités. Il permettra également aux banques centrales de contrôler plus étroitement les garanties utilisées dans les opérations de crédit.

Bien que le CCBM2 poursuive l'objectif d'assurer une gestion techniquement consolidée des garanties, le système sera mis en œuvre en respectant le principe de l'accès décentralisé au crédit. La participation des BCN de la zone euro au CCBM2 se fera sur une base volontaire et une approche modulaire sera adoptée, permettant aux BCN de choisir les modules du CCBM2 qui répondent à leurs propres besoins et à ceux de leurs marchés. La plate-forme sera entièrement compatible avec TARGET2 et avec T2S.

L'Eurosystème finalise actuellement les spécifications détaillées pour les utilisateurs, sur la base des besoins des utilisateurs approuvés en 2008. L'Eurosystème maintiendra un dialogue ouvert avec les intervenants de marché durant toutes les phases ultérieures du projet CCBM2.

LES LIENS ÉLIGIBLES ENTRE LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT DE TITRES NATIONAUX

Il est également possible de mobiliser des garanties transfrontières en utilisant des liens entre systèmes de règlement de titres nationaux. De tels dispositifs permettent le transfert transfrontière de titres éligibles entre systèmes. Après avoir été transférés à un autre système de règlement de titres *via* ces liens, les titres éligibles peuvent être utilisés au travers de procédures locales de la même manière que n'importe quelle garantie nationale. Le montant des actifs éligibles mobilisés au travers de liens est revenu de 148 milliards d'euros en décembre 2008 à 116 milliards d'euros fin 2009. Ce montant a représenté 5,1 % de l'ensemble des garanties, transfrontières ou nationales, conservées par l'Eurosystème en 2009. Les liens sont donc utilisés beaucoup moins fréquemment que le CCBM.

Depuis août 2009, cinquante-quatre liens directs et sept liens relayés sont à la disposition des contreparties, mais seul un nombre limité d'entre eux est activement utilisé. La diminution du nombre de liens directs, qui s'élevait encore à soixante en 2008, est imputable à la rationalisation des liens

au sein du réseau d'entreprises d'un CSD international. Les liens ne deviennent éligibles aux concours de l'Eurosystème que s'ils satisfont les normes d'utilisation de l'Eurosystème (cf. la section 4 du chapitre 3).

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

Fin 2009, le nombre de billets en euros en circulation se chiffrait à 13,6 milliards, pour une valeur de 806,4 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 4 % en termes de volume et de 5,7 % en termes de valeur en comparaison des niveaux enregistrés fin 2008 (13,1 milliards de billets pour une valeur de 762,8 milliards d'euros).

En 2009, le nombre de billets en euros en circulation est demeuré au niveau, plus élevé que d'ordinaire, auquel il s'était stabilisé dès octobre 2008. À la suite de la faillite de Lehman Brothers et de l'intensification de la crise financière qui en a découlé, les avoirs déposés sur les comptes d'épargne ont été convertis en espèces, ce qui a accru la valeur des billets en euros en circulation de 35 à 40 milliards d'euros. La demande a été particulièrement soutenue pour les grosses coupures utilisées comme réserve de valeur. La demande de billets en euros a augmenté, surtout dans les pays d'Europe orientale, où les monnaies nationales se sont dépréciées vis-à-vis de l'euro. Les billets supplémentaires mis en circulation n'ont pas été retournés fin 2009, ce qui semble

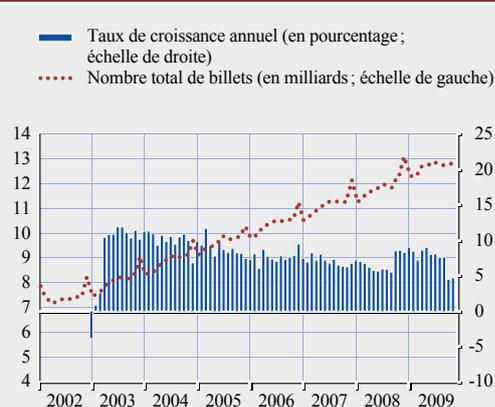
indiquer qu'ils sont thésaurisés tant dans la zone euro qu'en dehors. Cette thésaurisation bénéficie de l'environnement actuel caractérisé par la faiblesse des taux d'intérêt, réduisant le coût de la détention d'espèces (qui résulte de la perte de revenus d'intérêts). En raison du volume toujours considérable des billets de 50, de 100 et de 500 euros en circulation, la valeur moyenne des billets en circulation est restée à un niveau relativement élevé fin 2009 (59,11 euros, contre 58,15 euros à la fin de l'année précédente).

Il ressort des statistiques sur les livraisons nettes de billets en euros par des établissements de crédit de la zone euro vers des destinations situées en dehors de celle-ci que les non-résidents de la zone euro détiennent, en termes de valeur, entre 20 et 25 % des billets en euros en circulation.

Les graphiques 52 et 53 illustrent les évolutions du nombre total et de la valeur totale des billets en euros en circulation, ainsi que les taux de croissance annuels y afférents.

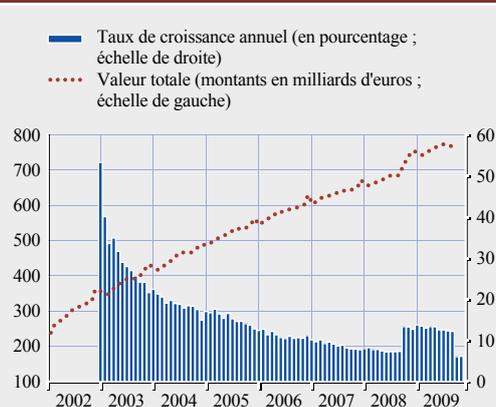
L'examen de la répartition des billets par coupure révèle que les billets de 100 euros sont ceux qui ont enregistré la hausse la plus forte en termes de volume (6,6 % fin 2009), devant les billets de 500, de 50 et de 200 euros, qui ont

Graphique 52 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2009



Source : BCE

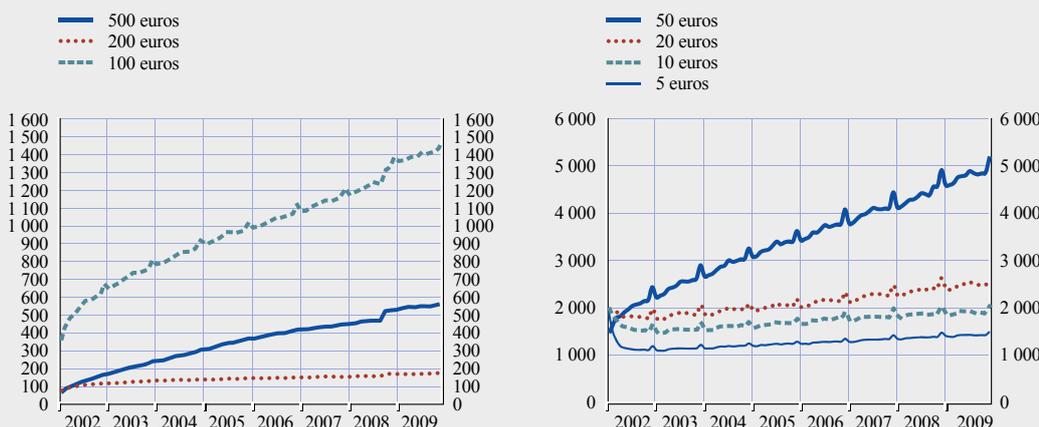
Graphique 53 Valeur des billets en euros en circulation entre 2002 et 2009



Source : BCE

Graphique 54 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2009 par coupure

(en millions d'unités)



Source : BCE

augmenté de 6,4, 5,9 et 4,8 % respectivement. Le nombre de petites coupures en circulation a progressé à des taux compris entre quelque 1 et 3 % (cf. graphique 54).

En 2009, le nombre total de pièces en euros en circulation (à savoir la circulation nette, hors stocks détenus par les BCN) s'est accru de 6,2 % pour s'établir à 87,5 milliards, tandis que leur valeur a enregistré une hausse de 4,5 % pour atteindre 21,3 milliards d'euros. La part représentée par les pièces de faible valeur, c'est-à-dire celles de 1, 2 et 5 centimes d'euros, dans le nombre total de pièces en circulation est demeurée relativement stable, à 60 %.

LE TRAITEMENT DES BILLETS PAR L'EUROSISTÈME

En 2009, les BCN de la zone euro ont émis 33,5 milliards de billets, tandis que 33 milliards de billets leur ont été retournés. La fréquence moyenne de retour⁷ des billets en circulation a légèrement diminué, revenant à 2,59. Ainsi, l'authenticité et la qualité d'un billet en euros ont été vérifiées en moyenne une fois tous les quatre mois et demi par les BCN de la zone euro à l'aide de machines permettant un traitement entièrement automatisé des billets. Les grosses coupures, qui sont fréquemment thésaurisées, ont présenté une faible fréquence de retour,

de 0,38 (50 euros), de 0,60 (20 euros) et de 0,81 (10 euros), alors que celle des coupures généralement utilisées à des fins de transaction a été plus élevée : 2,02 (50 euros), 3,85 (20 euros), 4,47 (10 euros) et 2,64 (5 euros). Quelque 5,4 milliards de billets ont été jugés impropres à la circulation et ont été remplacés par les BCN de la zone euro. Le taux de billets jugés impropres à la circulation⁸ s'est établi aux alentours de 16,4 %, soit un niveau proche de celui enregistré l'année précédente (17 % environ).

3.2 LA CONTREFAÇON DES BILLETS ET LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

LES FAUX BILLETS EN EUROS

Le nombre total de billets en euros contrefaits reçus par les Centres nationaux d'analyse⁹ en 2009 s'est élevé à environ 860 000. La part du nombre de contrefaçons dans celui

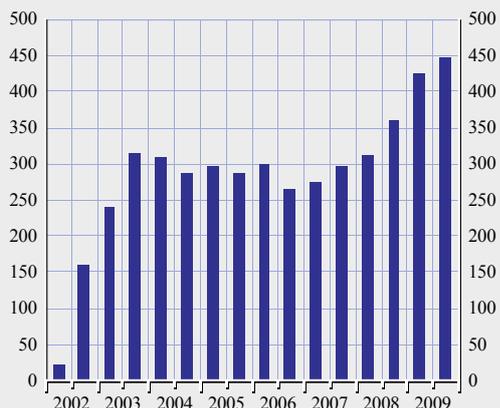
7 Définie comme le nombre total de billets retournés aux BCN pendant une période donnée divisé par le nombre moyen de billets en circulation au cours de cette même période.

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

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

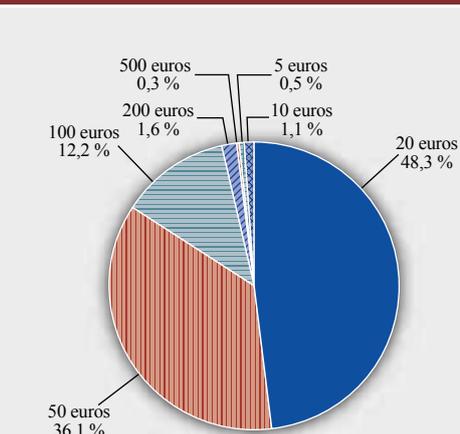
Graphique 55 Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2009

(en milliers d'unités)



Source : BCE

Graphique 56 Répartition des faux billets en euros par coupure en 2009



Source : BCE

des billets en euros en circulation demeure extrêmement faible. Le graphique 55 met en évidence l'évolution sur une longue période de la quantité de faux billets retirés de la circulation. Une analyse plus détaillée indique que la tendance haussière en termes de quantité, qui s'était amorcée en 2008, s'est accompagnée d'un changement des activités des faussaires, lesquels préfèrent désormais s'attaquer aux petites coupures. Le billet de 20 euros a été leur cible favorite, représentant près de la moitié du nombre total de contrefaçons. Il est suivi par le billet de 50 euros, qui constitue un tiers environ des contrefaçons. Le graphique 56 fournit une répartition détaillée des faux billets en euros par coupure.

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

L'Eurosystème continue de déployer des efforts considérables afin de s'assurer que le grand

public et les professionnels manipulant des espèces soient bien informés sur les signes de reconnaissance des faux billets.

LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

L'Eurosystème continue de participer activement aux travaux du Groupe de dissuasion de la contrefaçon des banques centrales, un groupe réunissant trente et une banques centrales et autorités d'émission des billets, qui collaborent sous les auspices du G10. Comme les années précédentes, la recherche de techniques visant à prévenir la reproduction illicite de billets est demeurée l'une des activités principales du groupe. La BCE abrite le Centre international de lutte contre la contrefaçon, qui agit en qualité de centre technique pour tous les membres du Groupe de dissuasion de la contrefaçon des banques centrales. Sa mission principale consiste à fournir un soutien technique et à gérer un système centralisé de communication au service de toutes les parties impliquées dans les systèmes de lutte contre la contrefaçon. Le Centre international de lutte contre la contrefaçon met également un site internet¹⁰ à la disposition du public, qui peut y trouver des informations et les lignes directrices concernant

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

la reproduction des images des billets ainsi que des liens vers des sites internet nationaux.

Les professionnels qui manipulent des espèces, tant dans l'UE qu'en dehors, sont formés sur une base continue et des supports d'information actualisés ont été conçus pour soutenir la lutte de l'Eurosystème contre la contrefaçon. L'étroite coopération avec Europol et la Commission européenne sert également cet objectif.

ÉVOLUTION DU CADRE RELATIF AU RECYCLAGE DES BILLETS

Le règlement du Conseil (CE) n° 44/2009, qui est entré en vigueur le 23 janvier 2009, modifie le règlement du Conseil (CE) n° 1338/2001 et fait obligation aux établissements de crédit, aux prestataires de services de paiement et aux autres agents économiques qui participent au traitement des billets en euros de contrôler l'authenticité de ceux-ci conformément au « Cadre pour la détection des contrefaçons et le tri qualitatif des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels appelés à manipuler des espèces » (aussi appelé « Cadre relatif au recyclage des billets »).

3.3 LA PRODUCTION ET L'ÉMISSION DES BILLETS

L'ORGANISATION DE LA PRODUCTION

En 2009, la production d'un total de 10,9 milliards de billets en euros a été répartie entre les BCN, contre 6,4 milliards en 2008, reflétant une demande intérieure plus soutenue,

le rôle croissant de l'euro en tant que monnaie internationale ainsi que le lissage de la production à long terme.

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 de la zone euro est responsable de la fourniture d'une partie seulement des besoins totaux pour des coupures déterminées. Le tableau 13 résume la répartition de la production en 2009.

LE PROGRAMME PILOTE EXTENDED CUSTODIAL INVENTORY

En 2009, des billets en euros d'une valeur de 5,3 milliards d'euros ont été achetés et des billets d'une valeur de 1,1 milliard ont été vendus dans le cadre du programme pilote *Extended Custodial Inventory* (ECI)¹¹ lancé en Asie. Le programme pilote actuellement en cours, qui se terminera en janvier 2012, comprend des sites ECI situés à Hong Kong (gérés par deux banques commerciales) et à Singapour (géré comme une *joint venture* entre deux autres banques commerciales). Les ECI facilitent la distribution des billets en euros à l'échelle internationale et fournissent des données sur la circulation de ceux-ci en dehors de la zone euro, de même que des informations sur les billets contrefaits détectés dans la région.

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

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

En particulier, l'Eurosystème s'est concentré sur de nouvelles étapes devant mener à un échange électronique de données avec les établissements

Tableau 13 Répartition de la production des billets en euros en 2009

Coupures	Nombre (en millions de billets)	BCN en charge de la production
5 euros	1 118,1	FR, NL
10 euros	1 352,9	DE, GR, FR, AT
20 euros	4 228,3	DE, IE, GR, ES, FR, IT, CY, LU, MT, NL, PT, SI, FI
50 euros	2 958,5	BE, DE, ES, IT
100 euros	1 043,6	DE, IT, AT
200 euros	-	-
500 euros	240,0	DE
Total	10 941,4	

Source : BCE

¹¹ Un ECI consiste en un dépôt d'espèces auprès d'une banque privée, qui les détient à titre de dépositaire.

de crédit sur les dépôts et les retraits d'espèces et à des normes de conditionnement des billets pour les services gratuits de traitement des espèces offerts par les BCN.

Les efforts déployés collectivement afin de parvenir à une convergence et une intégration accrues permettront aux différentes parties prenantes de mieux tirer profit des avantages inhérents à la monnaie unique et leur assureront un traitement équitable et concurrentiel.

LA DEUXIÈME SÉRIE DE BILLETS EN EUROS

En 2009, la BCE a poursuivi ses travaux portant sur l'élaboration d'une nouvelle série de billets en euros. Le graphisme de la nouvelle série sera basé sur le thème des « Époques et styles en Europe » et s'inspirera des principaux éléments graphiques de l'actuelle série. Dès lors, même si certains éléments graphiques seront adaptés, la deuxième série de billets en euros sera étroitement liée à la première. Le nouveau graphisme vise à incorporer des signes de sécurité offrant une protection maximale contre la contrefaçon, tout en veillant à ce que le grand public puisse facilement distinguer un billet authentique d'un faux. Le coût des matériaux utilisés et de production des billets doit aussi être pris en considération. Les travaux de mise au point du matériel original d'impression destiné à produire les billets, qui ont débuté en 2008, se poursuivront en 2010.

L'activité des papeteries et des imprimeries établies dans l'ensemble de la zone euro est coordonnée afin de s'assurer qu'elles soient capables de produire les nouveaux billets conformément aux spécifications techniques strictement définies. Parallèlement, toutes les parties prenantes impliquées dans le circuit de traitement des espèces sont consultées et informées des progrès réalisés tout au long du processus. Les nouveaux billets en euros seront mis en circulation progressivement sur une période de plusieurs années, le premier d'entre eux devant l'être d'ici quelques années. Le calendrier et la séquence exacts d'émission seront déterminés ultérieurement. L'Eurosystème informera le public en temps

utile de toutes les modalités relatives à l'introduction des nouveaux billets. Les BCN procéderont à l'échange des billets en euros de la première série pendant une période de temps illimitée.

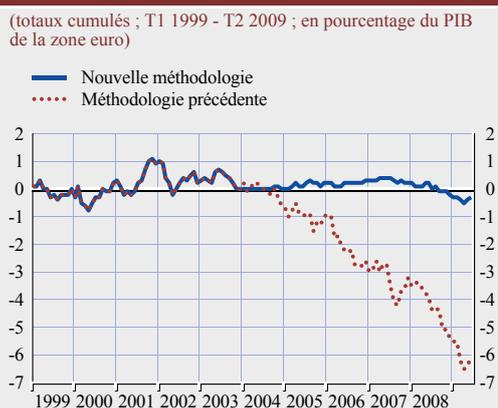
4 LES STATISTIQUES

La BCE, assistée par les BCN, développe, collecte, établit et diffuse une large gamme de statistiques servant de support à la politique monétaire de la zone euro, ainsi qu'à diverses missions du SEBC. Ces statistiques sont aussi de plus en plus utilisées par les autorités publiques, les intervenants sur les marchés financiers, les médias et le grand public. En 2009, la fourniture régulière de statistiques de la zone euro s'est déroulée sans heurt et dans les délais, même si des efforts supplémentaires ont été nécessaires pour intégrer un nombre relativement élevé de transactions exceptionnelles et d'autres modifications bilancielle, à la suite de la crise financière. L'année 2009 a également connu une extension des statistiques harmonisées publiées sur les fonds de placement, tant nationales qu'au niveau de la zone euro, ainsi qu'une amélioration des statistiques extérieures. De plus, les résultats d'une nouvelle enquête sur l'accès au financement des entreprises de la zone euro ont été publiés, concernant plus particulièrement les petites et moyennes entreprises (PME). Un autre développement important a été l'adoption par le Conseil de l'UE d'un cadre juridique amélioré relatif à la collecte d'informations statistiques par la BCE. Enfin, la BCE a poursuivi sa contribution à l'harmonisation des concepts statistiques en Europe et à la révision des normes statistiques européennes et internationales.

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

De nouvelles statistiques harmonisées sur les actifs et passifs des fonds de placement de la zone euro ont été publiées pour la première fois en novembre 2009¹². Cette nouvelle série de données exhaustives présente des informations bilancielle détaillées pour les fonds de placement, ventilés par politique d'investissement. Cette série de données est également plus approfondie et publiée dans des délais plus courts que précédemment. Un manuel méthodologique relatif aux statistiques sur les fonds de placement a été publié en mai 2009. Les travaux se sont

Graphique 57 Erreurs et omissions nettes de la balance des paiements de la zone euro



Sources : BCE et calculs de la BCE

également poursuivis en vue de préparer la déclaration, à partir du début de 2010, de nouvelles statistiques du SEBC sur les actifs et passifs des véhicules financiers spécialisés dans les opérations de titrisation. Le SEBC a, en outre, ajouté à la liste des IFM de l'UE, une liste supplémentaire de 45 000 fonds de placement en novembre 2009. Une liste des véhicules financiers devrait être publiée au premier trimestre 2010.

En ce qui concerne les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro, une nouvelle méthodologie¹³ a été adoptée. En éliminant largement les erreurs et omissions, ainsi que les asymétries au niveau de la zone euro (cf. graphique 57), elle a entraîné des améliorations notables de ces statistiques.

En septembre 2009, la BCE a publié pour la première fois les résultats d'une enquête sur l'accès au financement des entreprises de la zone euro. Celle-ci a été menée en collaboration avec la Commission européenne. Une première exploitation de cette enquête a essentiellement fourni des indications qualitatives sur les

12 Mise en œuvre du règlement BCE/2007/8 relatif aux statistiques sur les actifs et passifs des fonds de placement (autres que les OPC monétaires)

13 Une note publiée le 2 novembre 2009 sur le site de la BCE détaille les modifications méthodologiques mises en œuvre.

conditions de financement dont ont bénéficié les PME par rapport à celles dont ont bénéficié les grandes entreprises au cours du premier semestre 2009. Les résultats de l'enquête sont ventilés par exemple selon la taille de l'entreprise, son ancienneté, par type d'activité économique et par pays de la zone euro.

La BCE a continué d'améliorer ses statistiques sur les titres européens à court terme (*Short-Term European Paper* – STEP) et a commencé à publier des statistiques journalières sur les encours agrégés et sur les nouvelles émissions ventilées par secteur, par échéance, par notation et par devise, en plus des rendements et des écarts de rendement journaliers (cf. également la section 3 du chapitre 3).

En 2009, les travaux visant à améliorer la rapidité de publication, l'exhaustivité et la cohérence des comptes sectoriels financiers et non financiers trimestriels intégrés de la zone euro¹⁴ se sont poursuivis. Ces comptes contribuent, notamment, à identifier l'interconnexion des risques et les expositions intersectorielles dans le contexte des évaluations de la stabilité financière et des analyses macro-prudentielles.

4.2 LES AUTRES ÉVOLUTIONS STATISTIQUES

En octobre 2009, le Conseil de l'UE a adopté un règlement relatif à la collecte d'informations statistiques par la BCE¹⁵, en vertu d'une recommandation de celle-ci publiée en septembre 2008. Ce règlement permet la collecte d'informations statistiques en vue de couvrir, d'une part, l'éventail complet des missions du SEBC (y compris sa contribution à la stabilité financière) et, d'autre part, l'ensemble du secteur des sociétés financières de la zone euro (y compris les sociétés d'assurance et les fonds de pension). De plus, dans le respect de strictes dispositions relatives à la confidentialité, le nouveau cadre légal permet l'échange de données confidentielles au sein du SEBC et entre le SEBC et le Système statistique européen. Dans le contexte de la mise en place du nouveau règlement, l'introduction de la définition des

principes régissant la production statistique du SEBC a affirmé son engagement renforcé au niveau de sa fonction statistique. De plus, conformément à cet engagement, des rapports détaillés sur la qualité des statistiques de la zone euro ont été publiés en vertu du Cadre de référence sur la qualité des statistiques de la BCE et des procédures mises en œuvre pour garantir cette qualité (*Statistics Quality Framework and Quality Assurance Procedures*).

Le cadre juridique de la BCE a été précisé afin d'accroître l'efficacité de la production de statistiques dans tout le SEBC, en modifiant et en refondant l'orientation de la BCE concernant les obligations de déclaration statistique relative aux statistiques de finances publiques¹⁶.

La diffusion des statistiques s'est encore améliorée, en particulier grâce à la publication de tableaux supplémentaires concernant les statistiques de la zone euro et les données nationales correspondantes sur les sites internet de la BCE et des BCN, ainsi que grâce à l'intégration de statistiques supplémentaires dans le *Statistical Data Warehouse* de la BCE (« Entrepôt de données statistiques » – SDW). En outre, dans le contexte de la stratégie d'amélioration de la communication de la BCE relative aux statistiques de la zone euro, davantage d'outils de visualisation ont été mis à disposition, par exemple concernant les taux de change effectifs nominaux, et de nouvelles caractéristiques ont été ajoutées au tableau de bord existant sur l'inflation.

La BCE a également continué de participer activement au développement de normes statistiques internationales, telles que le Système des comptes nationaux 2008 (publié en août 2009¹⁷), la sixième édition du Manuel de la

14 Ces derniers sont publiés conjointement par la BCE et par Eurostat sur une base régulière depuis 2007.

15 Règlement du Conseil (CE) n° 951/2009 modifiant le règlement du Conseil (CE) n° 2533/98

16 Orientation BCE/2009/20 du 31 juillet 2009 relative aux statistiques de finances publiques (refonte)

17 Le Système des comptes nationaux 2008 est disponible sur le site internet des Nations Unies, Division Statistiques (<http://unstats.un.org>).

balance des paiements du FMI¹⁸ et la révision en cours du SEC 95. En collaboration avec la BRI et le FMI, la BCE a également publié la première partie d'un manuel sur les statistiques relatives aux titres¹⁹.

du rapport intitulé *The Financial Crisis and Information Gaps*, destiné aux ministres des Finances et aux gouverneurs de banques centrales du G20 en novembre 2009²¹.

4.3 LES BESOINS STATISTIQUES DÉCOULANT DE LA CRISE FINANCIÈRE

En 2009, il a été répondu à des besoins, identifiés récemment, visant à accroître la transparence du marché financier et à améliorer le cadre statistique pour l'analyse de la stabilité financière.

Outre l'amélioration de la couverture statistique du secteur financier, les travaux se sont centrés sur les aspects suivants: 1) la fourniture plus rapide de statistiques sur les taux d'intérêt, 2) la mise à disposition de statistiques plus détaillées sur les titres et le développement de statistiques sur les détentions de titres, 3) l'amélioration de la mesure des dérivés de crédit, y compris les swaps de défaut, en coopération étroite avec la BRI, 4) l'amélioration des statistiques sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension et 5) le rapprochement entre les déclarations à but statistique et les déclarations à but de contrôle pour les établissements de crédit, en collaboration avec le Comité européen des contrôleurs bancaires. Tous ces préparatifs permettront également à la BCE de fournir le soutien statistique nécessaire au Comité européen du risque systémique (CERS), dès que celui-ci aura été mis en place.

Dans le contexte de la coopération internationale, la BCE participe au *Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics*, avec la BRI, la Commission européenne (Eurostat), le FMI, l'OCDE, les Nations Unies et la Banque mondiale. L'*Inter-Agency Group* a lancé et améliore progressivement le site internet des Indicateurs internationaux principaux²⁰, qui se centre sur les économies du G20. La BCE a également soutenu le personnel du FMI et le secrétariat du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*) dans la préparation

18 La sixième édition du Manuel de la balance des paiements peut être téléchargée sur le site internet du FMI (<http://www.imf.org>).

19 Le manuel peut être téléchargé sur le site internet du FMI.

20 Cf. <http://www.principalglobalindicators.org/>

21 Disponible sur le site internet du Conseil de stabilité financière (<http://financialstabilityboard.org>)

5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Conformément à l'approche adoptée dans l'ensemble de l'Eurosystème, les activités de recherche menées à la BCE ont pour objectif a) de fournir des résultats pertinents pour la formulation de conseils sur la conduite de la politique monétaire et l'accomplissement des autres missions de l'Eurosystème, b) de maintenir et d'utiliser des modèles économétriques pour établir les prévisions et projections économiques et comparer l'incidence de politiques alternatives, et c) de communiquer avec les communautés universitaire et scientifique, par le biais notamment de la publication des résultats des recherches dans des revues à caractère scientifique, de l'organisation de conférences de recherche et de la participation à de tels événements. À la lumière des défis posés par la crise financière et des enseignements tirés de celle-ci, la BCE a lancé en 2008 une révision pluriannuelle de son programme de recherche, laquelle s'est poursuivie en 2009. En outre, la perspective d'endosser de nouvelles responsabilités en soutenant les travaux du Comité européen du risque systémique a incité la BCE à élaborer un nouveau programme de recherche, axé sur la mise au point d'instruments servant à l'analyse macroprudentielle et du risque systémique en vue de maintenir la stabilité financière.

5.1 PRIORITÉS DE LA RECHERCHE ET RÉALISATIONS

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

ensemble de domaines prioritaires et oriente les activités de recherche vers ces domaines.

Le programme de recherche établi pour 2009 est resté globalement inchangé par rapport à celui de 2008. Il a accordé la priorité aux thèmes suivants : la prévision et la modélisation, l'amélioration de l'analyse monétaire, la compréhension du mécanisme de transmission de la politique monétaire, la stabilité financière, l'efficacité du système financier européen, les questions relatives aux paiements et aux règlements, les relations internationales ainsi que les questions budgétaires. Nonobstant ces priorités et compte tenu de la crise financière, une plus grande attention a été accordée aux activités de recherche portant sur les questions financières par rapport aux années précédentes.

Le domaine prioritaire ayant trait à la prévision et à la modélisation englobe tous les travaux de recherche et le développement d'instruments réalisés pour soutenir l'analyse et les prévisions économiques, en particulier dans le cadre des projections de l'Eurosystème et des services de la BCE. En 2009, une série d'extensions du nouveau modèle relatif à l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model* – NAWM), qui est désormais un outil central dans le cadre des exercices de projections de l'Eurosystème et des services de la BCE, ont été explorées, telles que l'incorporation de modèles du secteur financier et de politique budgétaire. La structure du modèle de base pourrait être modifiée en fonction des résultats de ces projets. Le modèle Christiano-Motto-Rostagno (CMR) a aussi été développé plus avant et utilisé dans plusieurs exercices se concentrant sur le comportement des marchés financiers. Le NAWM et le modèle CMR sont deux exemples de modèles d'équilibre général stochastiques et dynamiques (EGSD), lesquels sont de plus en plus employés pour étayer la formulation des conseils de politique économique des banques centrales. Durant l'année 2009, un nouveau modèle EGSD a été mis au point par les services de la BCE en coopération avec les BCN du SEBC pour étudier des questions de politique internationale. Parmi les

modèles macroéconomiques plus traditionnels, le modèle multi-pays (*Multi-Country Model*), qui modélise les principaux pays de la zone euro et leurs liens commerciaux, a été revu pour inclure des mécanismes d'anticipations explicites. Cette nouvelle version du modèle a été introduite dans le processus de politique économique dans le courant de l'année. Les travaux de recherche sur les outils de prévision à court terme se sont poursuivis, l'accent étant mis sur le développement d'instruments utilisant des modèles à facteurs dynamiques et des techniques bayésiennes. Un projet a par ailleurs été lancé pour concevoir des outils permettant de mesurer la production potentielle.

La recherche dans le domaine de l'analyse monétaire a été axée sur la mise au point et l'utilisation d'outils quantitatifs en vue d'évaluer les évolutions monétaires, en mettant l'accent sur la fourniture de données analytiques de haute qualité afin de préparer les décisions de politique monétaire. Les travaux se sont concentrés sur la compréhension du rôle de la monnaie et du crédit dans l'économie. Un forum de recherche interne²² a débattu de ces thèmes tout au long de l'année.

S'agissant du mécanisme de transmission de la politique monétaire, de nouveaux projets concernant une multitude de sujets ont été lancés en 2009 : la dynamique des prix des actifs et les primes de risque, le rôle du secteur bancaire, les décisions financières des sociétés non financières ainsi que l'incidence des caractéristiques propres à chaque pays sur le mécanisme de transmission. Les projets qui se sont poursuivis en 2009 incluent notamment le *Wage Dynamics Network*, un réseau de recherche²³ du SEBC qui analyse le comportement des salaires dans dix-sept pays de l'UE, le *Household Finance and Consumption Network*, un réseau de recherche de l'Eurosystème qui collecte et analyse des informations microéconomiques sur une large gamme de décisions prises par les ménages concernant la détention d'actifs réels et financiers, l'endettement, l'attitude par rapport au risque, l'emploi, les revenus, la retraite,

les transferts intergénérationnels, les donations, la consommation et l'épargne, ainsi qu'un forum de recherche de la BCE sur la politique de communication d'une banque centrale.

L'effort de recherche a également porté sur l'interaction entre la stabilité financière et la politique monétaire, l'accent ayant été mis sur le développement d'indicateurs de la stabilité financière ainsi que sur l'incidence des préoccupations relatives à la stabilité financière sur la conduite de la politique monétaire. En particulier, les travaux consacrés à l'analyse de la dynamique du crédit et des marchés monétaires ont été finalisés. Cet axe de recherche a considéré la désirabilité et la faisabilité du principe de politique monétaire visant à aller à contre-courant du marché, c'est-à-dire à contrer les envols potentiellement coûteux des prix des actifs, ainsi que la réaction optimale à adopter en termes de liquidités en période de crise financière.

La recherche ayant trait à l'efficacité du système financier a inclus deux réseaux communs avec le Centre d'études financières (CFS), un institut de recherche indépendant affilié à l'Université de Francfort-sur-le-Main. Ces réseaux sont dédiés à l'intégration et au développement des services financiers aux particuliers et à la modernisation financière.

En ce qui concerne les systèmes de paiement et de règlement, la BCE a débuté des activités de recherche sur l'espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*) et TARGET2 sous l'égide du *Payment Economics Network*. Ce réseau, qui regroupe la Bank of England, la Reserve Bank of Australia, la Federal Reserve Bank of New York, la Federal Reserve Bank of Chicago, la Banque du Canada, la Nederlandsche Bank et des universitaires externes, vise à promouvoir la diffusion des recherches entreprises dans le

²² Les forums de recherche sont des canaux internes formels permettant un partage des expériences et des résultats des projets de recherche menés par la BCE sur un sujet spécifique.

²³ Les réseaux de recherche coordonnent les activités de recherche des chercheurs de l'Eurosystème/du SEBC et contribuent à en diffuser les résultats. Ils peuvent aussi impliquer des chercheurs externes.

domaine des systèmes de paiement et de règlement de titres. Le site internet du réseau²⁴ comprend des liens renvoyant à des documents de travail, des documents de politique générale pertinents, des détails sur les conférences passées et à venir ainsi que des informations sur les projets de recherche dans ce domaine.

Parmi les priorités de la recherche ayant trait aux questions internationales, les principaux domaines d'intérêt ont été la mondialisation et les liens financiers et commerciaux ainsi que le rôle international de l'euro. Deux forums de recherche de la BCE ont traité de la mondialisation et des liens financiers et commerciaux. Les travaux portant sur le rôle international de l'euro se sont concentrés sur l'analyse de la composition des réserves de change dans les différents pays, sur l'effet des monnaies internationales sur les écarts de revenu et l'incidence du taux de change ainsi que sur la relation unissant le taux de change et les cours mondiaux des matières premières. Par ailleurs, les travaux consacrés à une extension internationale du NAWM se sont poursuivis.

Sur le plan budgétaire, de nouveaux travaux ont été entrepris sur le développement d'instruments servant au suivi et à l'analyse des finances publiques, de leur efficacité et de leur soutenabilité.

5.2 DIFFUSION DES RÉSULTATS DE RECHERCHE : PUBLICATIONS ET CONFÉRENCES

Comme lors des années précédentes, les résultats des activités de recherche menées par les services de la BCE ont été présentés dans la série des documents de travail ainsi que dans la série d'études à caractère spécifique de la BCE. En 2009, 156 documents de travail (*Working Paper Series*) et 8 études spécifiques (*Occasional Paper Series*) ont été publiés. Parmi ces documents de travail, 116 ont été écrits ou coécrits par des membres du personnel de la BCE, beaucoup l'ayant été avec l'aide d'économistes de l'Eurosystème. Les autres ont été rédigés par des visiteurs externes

ayant assisté à des conférences et des ateliers, travaillant dans le cadre de réseaux de recherche ou effectuant un séjour prolongé à la BCE afin d'accomplir un projet de recherche. La norme établie veut que la plupart de ces documents soient *in fine* publiés dans des revues à caractère scientifique de premier plan. En 2009, les membres du personnel de la BCE ont publié 92 articles dans des revues scientifiques.

Le Bulletin de la recherche (*Research Bulletin*) est une publication régulière de la BCE ayant pour but de diffuser les résultats des travaux de recherche d'intérêt général vers un large public. L'édition de mars 2009 était consacrée à l'influence du secteur bancaire et du crédit sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, aux caractéristiques du cycle conjoncturel de la zone euro et à l'utilisation de la liquidité au niveau mondial comme indicateur d'alerte précoce de cycles d'expansion et de contraction successives.

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

Les conférences et les ateliers ont couvert un large éventail de sujets. L'interaction entre la stabilité financière et la politique monétaire a été au centre de trois d'entre eux, dont un a été organisé conjointement avec la BRI et un autre avec le CFS. Deux autres conférences ont abordé différents aspects du fonctionnement

24 <http://www.paymenteconomics.org>

des marchés monétaires et de paiements de masse. Une conférence dédiée aux taux de change a été co-organisée avec la Banque du Canada en juin 2009. Enfin, une conférence sur des questions relatives au marché du travail a été organisée conjointement par la BCE et le CEPR en décembre. Le Système fédéral de réserve et la BCE ont organisé ensemble deux conférences en octobre, l'une à Washington et l'autre à Francfort, afin de préparer une mise à jour du « Handbook of Monetary Economics ».

Depuis plusieurs années, l'organisation de séries de séminaires constitue un canal supplémentaire de diffusion des résultats de recherche. Deux de ces séries présentent un intérêt particulier : les *Joint Lunchtime Seminars*, organisés conjointement avec la Deutsche Bundesbank et le CFS, et les *Invited Speakers Seminars*. Les deux séries consistent en séminaires hebdomadaires auxquels sont conviés des chercheurs externes pour présenter leurs travaux récents. La BCE organise également, sur une base plus occasionnelle, des séminaires de recherche ne relevant pas de ces deux séries.

6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS

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

En vertu de l'article 271 (d) du Traité, la BCE a pour mission de surveiller le respect par les 27 BCN de l'UE et par la BCE des interdictions qui leur sont imposées par les articles 123 et 124 du Traité et par les règlements du Conseil (CE) n° 3603/93 et 3604/93. L'article 123 interdit à la BCE et aux BCN d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux autorités publiques et aux institutions ou organes de l'UE, de même que d'acquiescer directement auprès d'eux des instruments de leur dette. L'article 124 proscribit toute mesure, ne reposant pas sur des considérations d'ordre prudentiel, qui établirait un accès privilégié des autorités publiques et des institutions ou organes de l'UE aux institutions financières. Parallèlement au Conseil des gouverneurs, la Commission européenne veille au respect de ces dispositions par les États membres.

La BCE surveille également les achats des banques centrales de l'UE, sur le marché secondaire, d'instruments de dette émis par le secteur public national, le secteur public d'autres États membres et les institutions et organes de l'UE. En vertu des considérants du règlement 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 123 du Traité. De tels achats ne sauraient devenir une forme indirecte de financement monétaire du secteur public.

L'exercice de surveillance réalisé pour 2009 confirme que les dispositions des articles 123 et 124 du Traité et les règlements du Conseil y afférents ont généralement été respectés.

6.2 LES FONCTIONS CONSULTATIVES

L'article 127 (4) du Traité stipule que la BCE est consultée sur toute proposition de législation européenne ou nationale relevant de sa

compétence²⁵. Tous les avis de la BCE sont publiés sur son site internet. Les avis de la BCE sur des propositions de législation européenne sont également publiés au Journal officiel de l'Union européenne.

La BCE a adopté 100 avis en 2009, dont 11 en réponse à des consultations par les institutions européennes et 89 à la demande d'autorités nationales. À titre de comparaison, la BCE avait délivré 92 consultations en 2008. Une liste des avis adoptés en 2009 et début 2010 est annexée au présent *Rapport annuel*.

Les deux avis suivants émis à la demande du Conseil de l'UE sont particulièrement dignes d'intérêt. Ils concernent le paquet législatif portant réforme de la surveillance financière européenne et mettant en œuvre les recommandations du groupe de Larosière.

Dans le cadre de ce paquet, la Commission européenne a adopté une proposition de règlement relatif à la surveillance macroprudentielle communautaire du système financier et à l'institution d'un Comité européen du risque systémique (CERS), de même qu'une proposition de décision du Conseil confiant à la BCE des missions spécifiques en ce qui concerne le fonctionnement du CERS. Dans son avis sur ces propositions²⁶, la BCE a fait part de son large soutien à la proposition de cadre juridique du CERS et s'est déclarée prête à assurer le secrétariat du CERS et à fournir un soutien analytique, statistique, administratif et logistique, en s'appuyant sur des avis techniques des BCN et des autorités de surveillance. Comme elle l'a indiqué dans son avis, la participation de la BCE et du SEBC au CERS ne modifiera pas l'objectif principal du SEBC visé à l'article 127 (1) du Traité, qui est de maintenir la stabilité des prix. Dans son avis, la BCE a également exprimé son soutien à la manière dont la Commission aborde certains thèmes, notamment la procédure d'émission et

²⁵ Le Royaume-Uni est exempté de l'obligation de consultation, conformément au protocole concernant certaines dispositions relatives au Royaume-Uni, JO C 115, 09.05.2008.

²⁶ CON/2009/88

de suivi des alertes en cas de risques et celle des recommandations, la composition du comité directeur du CERS, l'adoption de procédures identiques pour l'élection du président et du vice-président du CERS, la participation en tant que membres votants du président et du vice-président de la BCE au conseil général du CERS, de même que la question d'inviter des pays ne faisant pas partie de l'UE à participer à certaines réunions du CERS et des comités techniques (pour plus de détails sur le CERS, cf. encadré 8).

Le second volet de ce paquet concerne les propositions de règlements de la Commission mettant en place trois nouvelles autorités européennes de surveillance microprudentielle (AES) : l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers. Dans son avis sur ces propositions²⁷, la BCE a accueilli favorablement le cadre institutionnel proposé, de même que l'intention d'établir un règlement uniforme applicable à toutes les institutions financières. La BCE a exprimé son large soutien à des dispositifs institutionnels efficaces de coopération entre les AES et le CERS, de même qu'à l'implication étroite du CERS dans le nouveau cadre institutionnel microprudentiel. La BCE a suggéré quelques modifications afin d'assurer l'élimination de tout obstacle à la bonne circulation des informations entre le CERS et le Système européen des superviseurs financiers et de garantir l'implication du CERS dans le nouveau cadre institutionnel et la participation de la BCE et, le cas échéant, des BCN du SEBC en ce qui concerne les AES et les comités nouvellement mis en place. La BCE a également conclu que, lorsqu'une BCN est une autorité de surveillance compétente en vertu du droit national, la mise en œuvre de cette mission ne peut pas constituer un financement monétaire interdit. Dans la mesure où le financement de chaque AES est notamment assuré par des contributions obligatoires des autorités de surveillance nationales compétentes, cette conclusion vaut également dans les cas où une BCN contribue aux recettes de l'AES, ce

qui, dans de telles circonstances, reviendrait uniquement pour la BCN à financer ses propres missions de surveillance.

Préalablement à ses avis sur la réforme susmentionnée, la BCE a émis un avis²⁸ sur une proposition de directive modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les banques affiliées à des institutions centrales, certains éléments des fonds propres, les grands risques, les dispositions en matière de surveillance et la gestion des crises. Dans son avis, la BCE a appelé à la prudence, pour ce qui est de la mise en œuvre de la politique monétaire, lors de l'élaboration de mesures visant à limiter les expositions interbancaires, puisque ces mesures ne devraient pas gêner le flux normal des liquidités dans le marché interbancaire. La BCE a par ailleurs examiné plusieurs questions liées à la mise en œuvre de la législation bancaire européenne, à la gestion de la liquidité, à l'échange d'informations entre les banques centrales et les autorités de surveillance, aux collèges des autorités de surveillance et au mandat européen des autorités de surveillance nationales en matière de stabilité financière, de même que des propositions de mesures relatives aux exigences de fonds propres et à la gestion du risque dans le cadre de la titrisation.

La BCE a également émis un avis²⁹ sur une proposition de règlement sur les agences de notation de crédit. Même si elle a accueilli favorablement la proposition de règlement, la BCE a formulé une série de commentaires circonstanciés concernant, notamment, le droit dont dispose l'Eurosystème, en vertu des Statuts du SEBC, d'exiger une qualité de signature élevée pour les actifs éligibles aux opérations de politique monétaire et de déterminer les conditions d'utilisation des notations de crédit dans le cadre des opérations de banque centrale. La BCE a également suggéré d'exempter les systèmes internes d'évaluation du crédit des BCN de l'application du règlement proposé et a souligné que la question de l'interaction

²⁷ CON/2010/5

²⁸ CON/2009/17

²⁹ CON/2009/38

entre le régime applicable aux agences de notation prévu par le règlement proposé et la procédure de reconnaissance des organismes externes d'évaluation de crédit établie par la directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 relative à l'accès à l'activité des établissements de crédit et à son exercice (refonte)³⁰ devrait être abordée de manière adéquate. La BCE a souligné l'importance d'établir des passerelles appropriées entre les autorités compétentes et les banques centrales et a formulé un certain nombre de recommandations à propos de la proposition d'établir un registre central auprès du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières. S'agissant de la responsabilité de l'enregistrement et de la surveillance directe des agences de notation, la BCE a constaté que le rôle du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières devrait être revu à la lumière de la mise en œuvre des recommandations du groupe de Larosière.

La BCE a répondu à un nombre record de consultations par les autorités nationales en 2009, qui s'inscrivaient dans une large mesure dans le cadre de la crise financière et du regain d'activité législative liée aux marchés financiers. Certains avis ont concerné des sujets se rapportant aux BCN, telles des modifications des statuts des BCN belge, bulgare, irlandaise, lettone, lituanienne, hongroise, polonaise, slovaque et espagnole³¹. Certaines de ces consultations avaient trait aux règles régissant l'attribution des bénéfices³²; à cet égard, la BCE a souligné que les États membres étaient dans l'obligation de sauvegarder l'indépendance institutionnelle et financière de leur BCN. Comme le faisait remarquer l'avis sur les modifications du statut de la Banque de Lituanie, cette sauvegarde est particulièrement importante en périodes de crise et, même si l'objectif du projet de loi est de renforcer la stabilité et la crédibilité du système financier, des modifications ponctuelles reflétant les besoins spécifiques de certains actionnaires ne seraient pas compatibles avec le Traité ou avec les Statuts du SEBC. En outre, s'agissant de l'indépendance des banques centrales, la BCE a émis deux avis sur un décret-

loi italien relatif à l'imposition des réserves d'or de la Banca d'Italia³³. La BCE a constaté que ces dispositions se traduiraient par des transferts de ressources financières de la Banca d'Italia vers le budget de l'État et que ces transferts, qu'ils soient effectués sous la forme d'un dispositif d'attribution des bénéfices ou de toute autre manière équivalente, devraient respecter les limites imposées par le Traité et, en particulier, le principe de l'indépendance des banques centrales, conformément à l'article 130, et l'interdiction du financement monétaire prévue par l'article 123 (1).

S'agissant des questions relatives au personnel, la BCE a rendu des avis sur un projet de règlement allemand applicable au personnel de la Deutsche Bundesbank³⁴ et sur des projets de loi irlandais et letton applicables aux fonctionnaires du secteur public, y compris au personnel des BCN³⁵. En ligne avec ses avis antérieurs, la BCE a souligné l'importance de l'autonomie des BCN, ce qui signifie, entre autres, qu'une BCN ne peut pas être mise dans une situation où le gouvernement peut influencer sa politique en matière de personnel. Même si les circonstances économiques très pénibles et le besoin de stabiliser les finances publiques ont été reconnus dans les cas de l'Irlande et de la Lettonie, la BCE a également précisé que les États membres ne peuvent pas mettre en cause la capacité d'une BCN d'employer et de conserver le personnel qualifié nécessaire pour lui permettre d'accomplir de manière indépendante les missions qui lui sont assignées par le Traité et par les Statuts du SEBC.

Dans le domaine des systèmes de paiement et de règlement, la BCE a été consultée à propos de plusieurs projets de loi relatifs, entre autres,

30 JO L 177, 30.06.2006

31 CON/2009/4, CON/2009/90, CON/2009/13, CON/2009/89, CON/2009/53, CON/2009/26, CON//2009/40, CON/2009/83, CON/2009/44, CON/2009/67, CON/2009/75, CON/2009/85 et CON/2009/96

32 CON/2009/4, CON/2009/26, CON/2009/53, CON/2009/83 et CON/2009/85

33 CON/2009/59 et CON/2009/63

34 CON/2009/45

35 CON/2009/15 et CON/2009/47

aux institutions de paiement, à la surveillance des systèmes de paiement et de règlement, aux conditions dans lesquelles exercent les prestataires de services de compensation et aux règles que doivent respecter les opérateurs des systèmes de compensation et de règlement³⁶. Dans le contexte d'un projet de loi finlandais modifiant la législation relative au marché des valeurs mobilières³⁷, en particulier en ce qui concerne l'enregistrement et les opérations des organismes de compensation étrangers, la BCE s'est reportée à sa politique de la localisation, qui repose sur le principe selon lequel l'Eurosystème doit, en toutes circonstances, conserver le contrôle final de l'euro. C'est la raison pour laquelle, tant du point de vue de la politique générale que de celui du risque systémique, l'Eurosystème ne pourrait, par principe, pas accepter que les infrastructures situées hors de la zone euro aient la possibilité de se développer et de devenir de grandes infrastructures traitant l'euro. La BCE a rappelé ce point de vue sur sa politique de la localisation dans un avis qu'elle a émis de sa propre initiative sur un projet de loi néerlandais relatif à la surveillance des services de compensation et de règlement³⁸.

S'agissant des billets de banque, la BCE a été consultée à propos d'un projet de loi tchèque sur, entre autres, la circulation des billets et des pièces. Dans son avis³⁹, la BCE a apporté des clarifications quant aux frais cachés liés à l'acceptation d'espèces. La BCE a souligné que les billets et pièces qui ont cours légal doivent être acceptés à leur valeur nominale totale en paiement de biens et de services et que le fait d'imposer un surcoût pour l'utilisation d'espèces pénaliserait celles-ci vis-à-vis des autres instruments de paiement.

La BCE a été consultée à propos du cadre juridique de l'établissement des statistiques au Luxembourg et du rôle de la BCN dans les domaines des statistiques de la balance des paiements et des comptes financiers⁴⁰, ainsi qu'à propos de l'organisation et du fonctionnement des statistiques officielles en Roumanie⁴¹. La BCE a souligné que l'objectif du cadre statistique devrait être d'optimiser la qualité et

la disponibilité des statistiques officielles tout en préservant l'indépendance de la BCN.

S'agissant de la crise financière mondiale, la BCE a émis de nombreux avis⁴², comme elle l'avait fait en 2008, sur des propositions de mesures de sauvetage nationales en ce qui concerne l'octroi de garanties d'État à des institutions financières, la recapitalisation des banques, le soutien particulier apporté aux systèmes de garantie des dépôts et, tout spécialement au second semestre de l'année, la mise en place de dispositifs liés aux actifs toxiques (comme en Allemagne et en Irlande⁴³). La BCE a conclu que les nouveaux dispositifs proposés, ou l'extension de ceux introduits en 2008, permettaient la mise en œuvre de la politique monétaire unique et préservait l'indépendance des BCN. En outre, il est apparu que les dispositifs respectaient l'interdiction de financement monétaire, en particulier dans tous les cas où les opérations de sauvetage proposées attribuaient un rôle aux BCN concernées.

Fin 2009, la BCE a été consultée sur des projets de loi⁴⁴ belge, français et hongrois⁴⁵ qui incluaient des dispositions relatives à la mise en place de comités de stabilité financière nationaux et/ou de comités du risque systémique. La BCE

36 Cf., par exemple, CON/2009/9, CON/2009/21, CON/2009/27, CON/2009/36, CON/2009/40, CON/2009/43, CON/2009/46, CON/2009/55, CON/2009/75 et CON/2009/98

37 CON/2009/66

38 CON/2009/84

39 CON/2009/52

40 CON/2009/7

41 CON/2009/42

42 CON/2009/2, CON/2009/3, CON/2009/6, CON/2009/10, CON/2009/11, CON/2009/12, CON/2009/16, CON/2009/18, CON/2009/19, CON/2009/20, CON/2009/22, CON/2009/24, CON/2009/25, CON/2009/26, CON/2009/28, CON/2009/29, CON/2009/30, CON/2009/31, CON/2009/32, CON/2009/34, CON/2009/39, CON/2009/48, CON/2009/49, CON/2009/51, CON/2009/53, CON/2009/54, CON/2009/56, CON/2009/58, CON/2009/62, CON/2009/65, CON/2009/68, CON/2009/73, CON/2009/78, CON/2009/79, CON/2009/82, CON/2009/83, CON/2009/86, CON/2009/92, CON/2009/93 et CON/2009/99

43 CON/2009/54 et CON/2009/68

44 CON/2010/7, CON/2010/3 et CON/2010/10

45 Dans son avis sur le projet de législation hongrois (CON/2010/10), la BCE a également rappelé aux autorités hongroises de consulter la BCE à un stade approprié du processus législatif, afin de permettre à la BCE de disposer de suffisamment de temps pour examiner le projet de dispositions législatives et adopter son avis, ce qui permettrait également aux autorités nationales concernées de prendre l'avis de la BCE en considération avant que les dispositions ne soient adoptées.

a constaté que ces comités pouvaient améliorer la contribution des BCN et des autorités de surveillance au soutien analytique apporté au CERS. La BCE a également souligné qu'il serait nécessaire de développer les synergies appropriées et d'éviter que ces comités nationaux ne se voient confier des missions et pouvoirs qui pourraient entrer en conflit avec ceux du CERS. En outre, les cadres juridiques de ces comités devraient refléter de façon appropriée les rôles des banques centrales et ne devraient pas entraver l'indépendance des gouverneurs des banques centrales ni affecter excessivement la qualité et l'impartialité de leurs contributions en tant que membres du CERS. Enfin, étant donné qu'il est important d'assurer l'efficacité des dispositions en matière de surveillance macroprudentielle au niveau européen, la BCE a conclu qu'il fallait absolument sauvegarder la capacité du CERS d'exercer ses missions de manière indépendante et garantir une voie de transmission fiable et efficace des alertes et recommandations du CERS.

Depuis 2008, le *Rapport annuel* fournit également des informations concernant les cas évidents et importants de non-respect de l'obligation de consulter la BCE au sujet de projets d'actes législatifs nationaux et européens. Par « évidents », la BCE entend les cas où il ne fait juridiquement aucun doute que la BCE aurait dû être consultée ; par « importants », elle entend les cas où, si la consultation avait eu lieu, la BCE se serait montrée très critique vis-à-vis de la teneur de la proposition de loi, ou ceux qui revêtent une importance générale pour le SEBC.

En 2009, la BCE a recensé 12 cas de non-consultation concernant des projets d'actes législatifs nationaux, parmi lesquels deux cas où la BCE a émis un avis de sa propre initiative. Sur ces 12 cas de non-consultation, 11 ont été jugés évidents et importants.

Pour commencer, la BCE a décidé de soumettre de sa propre initiative un avis sur les mesures financières d'urgence (« Financial Emergency Measures ») en Irlande proposées par le projet de loi d'intérêt public 2009 (« Public Interest

Bill 2009 »)⁴⁶ car ce projet de loi avait des implications directes pour la Banque centrale et Autorité des services financiers d'Irlande (« Central Bank and Financial Services Authority of Ireland »), de même qu'il soulevait de lourdes inquiétudes quant à l'indépendance de la banque centrale, et en particulier à l'indépendance personnelle, qui est une question d'importance générale pour le SEBC.

Le second avis que la BCE a émis de sa propre initiative concernait le projet de loi néerlandais sur l'introduction du contrôle prudentiel des services de compensation et de règlement. La BCE avait été consultée sur un projet antérieur, en 2007, lequel n'incluait toutefois pas de dispositions relatives aux services de compensation et de règlement établis dans un autre État. Ces nouvelles dispositions étant substantielles et concernant, entre autres, la politique de la localisation de la BCE, évoquée ci-avant, la BCE a décidé d'émettre un avis de sa propre initiative.

Le projet de loi hongrois relatif aux prestataires de services de paiement et aux services de paiement concernait principalement la mise en œuvre de la directive 2007/64/CE. Il contenait toutefois également des dispositions relatives, en particulier, à la Banque nationale de Hongrie et au principe de l'indépendance des banques centrales, et demeurait donc une question d'importance générale pour le SEBC. Même si la BCE n'a pas été consultée, le projet de loi a été modifié dans le cadre du processus législatif en ce qui concerne les aspects à propos desquels la BCE aurait été susceptible de formuler des commentaires critiques. Dans un autre cas hongrois, le projet de loi relatif, entre autres, aux missions de la Banque nationale de Hongrie, à la structure et au statut juridique de l'autorité de surveillance financière hongroise et à la mise en place du Conseil de stabilité financière a été soumis pour consultation, mais il a été promulgué avant que la BCE n'ait pu répondre à la demande de consultation⁴⁷.

⁴⁶ CON/2009/15

⁴⁷ Cf. CON/2010/10 et note de bas de page n° 44 ci-avant

La BCE n'a pas été consultée à propos d'un projet de loi slovaque relatif aux questions de change et introduisant, entre autres, et ce pour une durée limitée, une interdiction de toutes commissions ou autres mesures similaires de la part des établissements de crédit et applicables aux dépôts en espèces. Dans la mesure où le projet de loi soulève des questions quant aux pièces en euros dans le contexte de l'introduction de l'euro, il revêt une importance générale pour le SEBC.

Enfin, s'agissant des mesures de sauvetage prises par les États membres pendant la crise qui a secoué les marchés financiers, la BCE n'a pas été consultée dans six cas, notamment par les autorités belges, finlandaises, lettonnes, suédoises, hongroises et grecques. La BCE considère que ces actes législatifs liés à la crise sont d'une importance générale pour le SEBC. La BCE a toutefois été consultée sur la vaste majorité des mesures de sauvetage; elle ne l'a pas été que dans un nombre relativement limité de cas, principalement liés à des actes législatifs modifiant ou étendant des mesures à propos desquelles la BCE avait déjà été consultée.

6.3 LA GESTION DES OPÉRATIONS D'EMPRUNT ET DE PRÊT DE L'UNION EUROPÉENNE

En vertu de l'article 21.2 des Statuts du SEBC et de l'article 9 du règlement du Conseil (CE) n° 332/2002 du 18 février 2002 modifié pour la dernière fois par le règlement du Conseil (CE) n° 431/2009 du 18 mai 2009, la BCE continue de gérer les opérations d'emprunt et de prêt de l'UE au titre de la facilité de soutien financier à moyen terme, comme cela est prévu dans la décision BCE/2003/14 du 7 novembre 2003 modifiée par la décision BCE/2009/17 du 19 juin 2009. En 2009, la BCE a reçu cinq versements pour le compte de l'UE et a versé ces montants aux pays emprunteurs (Roumanie, Hongrie et Lettonie). Les charges d'intérêts de deux de ces prêts étant dues, elles ont été réglées par la BCE. L'encours

total des prêts de l'UE au titre de la facilité de soutien financier à moyen terme s'établissait, au 31 décembre 2009, à 9,2 milliards d'euros.

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

En 2009, un large éventail de services a continué d'être offert dans le cadre introduit en 2005 pour la gestion des avoirs de réserve libellés en euros des clients de l'Eurosystème. L'éventail complet des services – qui est 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 – est proposé selon des modalités harmonisées conformes aux normes générales du marché par les banques centrales individuelles de l'Eurosystème (les prestataires de services de l'Eurosystème). La BCE joue un rôle de coordination d'ensemble, tout en veillant au bon fonctionnement du cadre. Le nombre de clients ayant conservé une relation professionnelle avec l'Eurosystème est demeuré stable en 2009. En ce qui concerne les services eux-mêmes, une augmentation sensible de l'ensemble des liquidités et des portefeuilles de titres des clients a été observée, principalement due, au second semestre de l'année sous revue, à l'inclusion dans le cadre des investissements en dépôts à terme libellés en euros au nom et pour le compte du membre de l'Eurosystème. Ce cadre renforcé se reflète dans l'orientation BCE/2006/4 modifiée le 28 mai 2009 (BCE/2009/11).



Le nouveau siège de la BCE : simulation de la vue de l'ancienne *Grossmarkthalle* avec à sa gauche le nouveau centre de conférences

CHAPITRE 3

LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES

I LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités nationales compétentes en ce qui concerne la surveillance prudentielle des établissements de crédit et la stabilité du système financier. Il donne également des avis à ces autorités et à la Commission européenne sur la portée et l'application de la législation de l'UE dans ces domaines.

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, a pour objectif de préserver la stabilité du système financier¹. Ses activités principales consistent à surveiller les risques pesant sur la stabilité financière et à évaluer la capacité du système financier à absorber les chocs. L'accent est mis essentiellement sur les banques, qui sont toujours les principaux intermédiaires financiers. Parallèlement, l'importance croissante des marchés financiers et des autres institutions financières et de leurs interactions avec les banques nécessite que le SEBC suive également les vulnérabilités de ces composantes du système financier.

Début 2009, la poursuite de la détérioration de l'environnement macrofinancier et la dégradation des perspectives de croissance ont accentué les tensions s'exerçant sur le système financier de la zone euro. Au cours de cette période, la forte incertitude relative à la sévérité du ralentissement du cycle du crédit et l'affaiblissement des perspectives de profit des banques ont pesé sur la confiance des investisseurs dans la résilience des banques et des autres institutions financières. Toutefois, les mesures correctrices exceptionnelles prises par les gouvernements et les banques centrales dans le monde entier depuis fin 2008 ont contribué à réduire le risque systémique, ce qui a entraîné une forte reprise sur les marchés financiers, caractérisée par une baisse des primes de risque pour la plupart des classes d'actifs. Le rebond des marchés financiers a par ailleurs été soutenu par des signes de redémarrage de l'économie à

compter du second semestre 2009. Globalement, ces évolutions ont contribué favorablement aux perspectives de stabilité financière dans la zone euro depuis le deuxième trimestre 2009, bien que, comme exposé ci-après, une certaine prudence s'impose dans l'évaluation de ces perspectives.

La forte reprise observée sur les marchés financiers a également dopé les performances des grands groupes bancaires complexes (*large and complex banking groups* – LCBG) de la zone euro en 2009. Après avoir subi de lourdes pertes en 2008, les banques ont vu leurs résultats se redresser, le regain de l'activité d'émission sur les marchés financiers les ayant aidées à maintenir une relative stabilité des produits nets de commissions. Le redressement des résultats s'explique également par un autre facteur important, l'augmentation des produits nets d'intérêt qui a été favorisée, notamment, par l'accentuation de la pente de la courbe des rendements, les importants achats de titres de la dette publique par les grands groupes bancaires complexes de la zone euro et l'élargissement de leurs marges sur les prêts, malgré le resserrement de leurs marges sur les dépôts. En outre, la plupart des grands groupes bancaires complexes ont poursuivi leurs efforts de réduction des coûts ainsi que de rationalisation et de restructuration de leurs modèles d'activité. Dans le même temps, l'amélioration constatée du côté des produits a été en partie contrebalancée par un renforcement substantiel des provisions pour pertes sur prêts dans l'ensemble des institutions. Le redressement des résultats des grands groupes bancaires complexes, ainsi que le ralentissement du taux de croissance des actifs et l'augmentation des fonds propres, en provenance de sources

¹ Depuis fin 2004, la BCE publie la *Financial Stability Review*, rapport semestriel sur la stabilité du système financier de la zone euro. En 2009, elle a également publié des indicateurs structurels relatifs au secteur bancaire de l'UE et son rapport annuel sur la stabilité du secteur bancaire de l'UE ainsi que des rapports *ad hoc* intitulés *Credit default swaps and counterparty risk* et *EU banks' funding structures and policies*. Ces publications, qui présentent les principaux résultats du suivi de la structure et de la stabilité du secteur bancaire par le BSC, sont disponibles sur le site internet de la BCE.

publiques et privées, ont contribué à porter les ratios médians de fonds propres réglementaires à des niveaux supérieurs à ceux d'avant la crise. Il convient toutefois de noter que, dans la catégorie des grands groupes bancaires complexes, la dispersion entre les banques affichant les performances les plus fortes et celles enregistrant les performances les plus faibles s'est accrue.

Les mesures correctrices exceptionnelles prises par les banques centrales et les gouvernements depuis fin 2008 ont permis de restaurer la confiance dans le système financier mondial et dans celui de la zone euro et de renforcer leur résistance. À l'exception de l'extension des garanties des dépôts, les mesures prises par les gouvernements de la zone euro sont principalement de trois ordres : (a) la garantie des passifs bancaires, (b) les injections de capitaux et (c) les dispositifs de soutien des actifs bancaires. Au total, entre octobre 2008 et novembre 2009, les gouvernements de la zone euro ont consacré 2 400 milliards d'euros environ au soutien de leurs systèmes financiers, soit 26 % du PIB de la zone. De manière générale, le taux global d'utilisation a été faible, mais il a présenté des variations importantes en fonction des différentes mesures et selon les pays. Le recours aux mesures de recapitalisation a été relativement généralisé, alors que l'émission effective, par les banques, d'obligations assorties de garanties publiques a été nettement inférieure aux garanties offertes par l'État. Toutefois, le volume et l'utilisation des garanties de passif en valeur absolue sont nettement supérieurs à ceux des injections de capitaux. Seuls quelques pays ont pris des mesures de soutien des actifs bancaires. De plus, il semble que certaines des plus grandes banques de la zone euro aient reçu l'essentiel du soutien financier. Les trois principales institutions bénéficiaires ont absorbé près de la moitié de l'aide fournie à l'ensemble de la zone euro pour chaque catégorie de mesure. En effet, pour chaque mesure de soutien, les trois principaux bénéficiaires réunis représentent entre 6 % et 9 % du total des actifs bancaires de la zone euro.

Malgré l'amélioration des résultats des grands groupes bancaires complexes en 2009, les perspectives en matière de stabilité du système bancaire de la zone euro sont assombries par l'existence de risques importants. Premièrement, la poursuite de la détérioration de la qualité de prêts bancaires et la perspective d'une augmentation des pertes sur prêts pèseront probablement pendant un certain temps sur les bénéfices nets de nombreuses banques de la zone euro. De plus, des incertitudes demeurent quant au caractère durable du récent redressement de la rentabilité des banques, l'environnement exceptionnellement favorable aux activités de banque d'investissement n'étant guère susceptible de perdurer compte tenu de la normalisation de la situation sur les marchés. Parallèlement, les produits nets d'intérêts sont vulnérables à un aplatissement de la courbe des rendements.

De plus, l'interdépendance entre les perspectives en matière de stabilité financière et de soutenabilité budgétaire, qui a résulté des mesures de soutien au secteur financier, des mesures de relance budgétaire et de l'atonie de l'activité économique, constitue également une source de risque. Globalement, les défis qui attendent le secteur bancaire de la zone euro dans les mois à venir invitent à la prudence dans la définition du calendrier de retrait du soutien public. En particulier, dans leurs décisions de sortie des mesures, les gouvernements devront peser avec soin les risques liés à une action trop précoce et ceux liés à une action trop tardive. L'abandon des mesures de soutien avant un rétablissement suffisant de la solidité sous-jacente des grandes institutions financières risque de laisser certaines d'entre elles dans une situation de vulnérabilité face à des événements défavorables, voire même de déclencher de nouvelles crises du système financier. En revanche, une sortie trop tardive est susceptible d'entraîner une distorsion de la concurrence, créant le risque d'aléa moral qui va de pair avec les mesures de protection contre la baisse (y compris la possibilité de prises de risques excessives), et exacerbant les risques pesant sur les finances publiques. Enfin, certaines banques, en particulier celles qui ont bénéficié

de soutiens publics, devront sans doute engager une restructuration en profondeur pour assurer leur viabilité sur le long terme quand cette aide ne sera plus disponible. Ce processus de restructuration est déjà à l'œuvre dans certains grands établissements de la zone euro.

S'agissant des autres institutions financières, le secteur des assurances de la zone euro a continué de connaître des difficultés en 2009. Les performances financières des sociétés d'assurance sont restées médiocres, la croissance des primes étant demeurée inchangée en moyenne au premier semestre 2009 et certains assureurs ont continué de faire état de fortes diminutions des primes souscrites. L'incertitude persistante sur les marchés des actions et du crédit a réduit la demande de produits d'assurance-vie, en particulier ceux libellés en unité de compte, dans lesquels le risque d'investissement est supporté par le souscripteur, et a contribué à la baisse des primes souscrites. En revanche, les revenus d'investissement ont bénéficié du redressement des marchés financiers après mi-mars 2009 et, au premier semestre 2009, ont été plus élevés, en moyenne, qu'au cours de l'année précédente. Cette amélioration des revenus d'investissement n'a toutefois pas été suffisante pour éviter une baisse généralisée de la rentabilité. Quoi qu'il en soit, le niveau des fonds propres des assureurs a augmenté au premier semestre 2009, en raison, notamment, du rebond des marchés financiers qui a permis de résorber une partie des moins-values latentes enregistrées en 2008. S'agissant de l'avenir, si certains risques auxquels les assureurs doivent faire face, en particulier les risques d'investissement, ont légèrement diminué, d'autres risques demeurent, en particulier ceux qui sont liés à la faiblesse des rendements des titres d'emprunt publics et à l'atonie de l'activité économique. Néanmoins, les informations disponibles relatives à la solvabilité des sociétés d'assurance de la zone euro indiquent qu'en moyenne, elles ont conservé une capacité raisonnable d'absorption des chocs.

Après les pertes généralisées du secteur des *hedge funds* sur la plupart des stratégies d'investissement en 2008, le rendement élevé

des activités de placement en 2009 a permis de résorber une grande partie des pertes subies par le secteur l'année précédente. De plus, les tensions sur la liquidité de financement et le risque associé de cessions forcées d'actifs semblent s'être atténués dans le secteur des *hedge funds*. Les fortes performances moyennes des placements ont contribué à une inversion progressive des flux d'investissement, les sorties ayant fléchi au deuxième et au troisième trimestres 2009 par rapport au premier trimestre. En outre, selon certaines données provisoires, le troisième trimestre 2009 pourrait marquer la fin des sorties d'investissements à l'échelle de l'ensemble du secteur. La reprise des marchés financiers s'est également traduite par une hausse des niveaux d'endettement. Très faibles au départ, toutefois, ces niveaux restaient, fin 2009, encore inférieurs à ceux de fin 2007.

1.2 LES DISPOSITIFS DE STABILITÉ FINANCIÈRE

En décembre 2008, le Comité économique et financier (CEF) a chargé un groupe de travail de haut niveau sur les dispositifs de stabilité financière transfrontières (*High-Level Working Group on Cross-Border Financial Stability Arrangements*), auquel la BCE a participé, d'identifier les enseignements à tirer des récentes évolutions pour les dispositifs en matière de stabilité financière dans l'UE. Le rapport publié par le groupe en juillet 2009 a formulé un certain nombre de recommandations concernant la coordination des politiques de l'UE, le partage des coûts budgétaires et la coopération entre les autorités du pays d'origine et du pays d'accueil en situation de crise². De plus, la Commission européenne a engagé une révision de la législation européenne et présenté des propositions d'amélioration dans des domaines tels que la surveillance bancaire, les mesures de résolution de défaillance bancaire et les dispositifs de garantie des dépôts.

² Disponible sur le site internet du Conseil de l'UE (<http://www.consilium.europa.eu>)

La BCE a participé en août 2009 à la consultation publique de la Commission européenne sur la révision de la directive 94/19/CE relative aux systèmes de garantie des dépôts. La position de l'Eurosystème s'appuie sur deux principes essentiels. Premièrement, les dispositifs de garantie des dépôts constituant une partie importante du filet de sécurité, leur rôle dans la promotion de la stabilité financière et de la confiance du public dans le système financier devrait être renforcé. Deuxièmement, ces dispositifs contribuent à la réalisation d'un marché unique des services financiers, favorisant notamment l'égalité de traitement des banques opérant à l'échelle internationale, ce qui milite en faveur d'un renforcement du niveau d'harmonisation de ces dispositifs dans l'UE.

Le 20 octobre 2009, le Conseil Ecofin a adopté des conclusions générales³ sur le renforcement des dispositifs de l'UE en vue de garantir la stabilité financière et d'assurer la gestion d'une éventuelle future crise financière. Il a également adopté une feuille de route qui énonce les priorités à court, moyen et long termes en matière de renforcement de la surveillance, de la stabilité et de la réglementation financières dans l'UE. Ces priorités comprennent des mesures portant sur : (a) le cadre de surveillance, (b) le cadre de prévention, de gestion et de résolution des crises, (c) le cadre réglementaire et (d) la promotion de l'intégrité des marchés financiers. De plus, le Conseil Ecofin a demandé au CEF d'élaborer des dispositifs concrets visant à renforcer encore la coordination à l'échelle de l'UE des politiques de prévention, de gestion et de résolution des crises transfrontières, et de poursuivre ses travaux afin d'examiner les arguments favorables et défavorables aux modalités de répartition des charges *a priori* et *a posteriori*, ainsi que les éventuels principes, critères et procédures qui pourraient être appliqués en cas de crise si un soutien public devenait nécessaire.

Le 2 décembre 2009, le Conseil Ecofin a rappelé ces conclusions générales, se félicitant de l'analyse préparatoire effectuée par la Commission européenne dans sa communication

intitulée *Un cadre de l'Union européenne pour la gestion des crises transfrontalières dans le secteur bancaire*, qui couvre trois grands domaines, l'intervention précoce, les mesures de résolution de défaillance bancaire et les procédures d'insolvabilité. Le Conseil Ecofin a également fixé un certain nombre d'orientations pour la poursuite des travaux de la Commission dans ces trois domaines et a dressé le bilan des travaux préparatoires entrepris en ce qui concerne la coopération et la préparation accrue à un partage des charges. Il a invité la Commission européenne, le Comité des services financiers et le CEF à présenter des propositions concrètes sur ces questions au premier semestre 2010⁴.

3 Disponible sur le site internet du Conseil de l'UE (<http://www.consilium.europa.eu>)

4 Les conclusions de la réunion du Conseil Ecofin du 2 décembre 2009 sont disponibles sur le site internet du Conseil de l'UE (<http://www.consilium.europa.eu>).

2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES

2.1 QUESTIONS GÉNÉRALES

À la suite de l'aggravation de la crise financière à l'automne 2008, des mesures ont été prises en 2009 pour identifier les améliorations qu'il conviendrait d'apporter au cadre de surveillance institutionnelle. Au niveau de l'UE, le rapport du Groupe de Larosière, publié en février 2009, a présenté des propositions d'amélioration des dispositifs de surveillance financière dans l'UE. Sur la base de ce rapport, la Commission européenne a publié en mai 2009 une communication sur la surveillance financière en Europe, qui formulait des propositions de renforcement du cadre de surveillance de l'UE. Ces propositions ont été globalement approuvées par le Conseil Ecofin le 9 juin 2009 et par le Conseil européen les 18 et 19 juin. Le 23 septembre, la Commission européenne a publié des propositions législatives⁵ de définition d'un nouveau cadre de surveillance institutionnelle dans l'UE, composé des deux piliers suivants⁶.

Premièrement, la création d'un Comité européen du risque systémique (CERS). Selon les propositions législatives de la Commission, le CERS sera chargé de la surveillance macroprudentielle du système financier dans la Communauté, contribuant ainsi à prévenir ou à atténuer les risques systémiques au sein du système financier (pour plus de détails, cf. l'encadré 8).

Deuxièmement, la création d'un Système européen de surveillance financière (SESF). Selon les propositions de la Commission, le SESF sera un réseau étroit composé des autorités nationales de surveillance financière et de trois nouvelles autorités européennes de surveillance (AES) : l'Autorité bancaire européenne (ABE), l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP). Ces dernières seront créées en transformant les comités de surveillance européens existants (relevant du Niveau 3 du processus Lamfalussy) en AES. Les missions de ces trois AES seront les suivantes : (a) contribuer à la mise en place de normes de grande qualité en matière de

réglementation et de surveillance, en particulier en élaborant des propositions de normes techniques devant être approuvées par la Commission européenne pour devenir juridiquement contraignantes ; (b) favoriser l'application cohérente de la législation communautaire, notamment jouer un rôle de médiateur⁷ entre autorités nationales de surveillance, promouvoir un fonctionnement cohérent des collèges de superviseurs et coordonner les actions des superviseurs nationaux en situation d'urgence ; (c) coopérer étroitement avec le CESR ; (d) mener des analyses réciproques des autorités nationales de surveillance pour renforcer la cohérence des résultats sur le plan prudentiel et (e) assurer le suivi et l'évaluation des évolutions sur les marchés. La Commission européenne a également proposé de procéder à des modifications ciblées de la législation existante sur les services financiers pour garantir que les nouvelles autorités de surveillance puissent fonctionner efficacement⁸.

Les propositions législatives de la Commission européenne, sur lesquelles la BCE a été consultée⁹, devront être adoptées à la fois par

5 Disponibles sur le site internet de la Commission européenne (<http://ec.europa.eu>)

6 Pour plus d'informations sur la genèse institutionnelle des propositions d'instauration d'un nouveau cadre de surveillance, cf. le chapitre 4

7 Cette médiation sera assortie d'un pouvoir de décision contraignant, sous réserve de l'orientation générale du Conseil Ecofin prévoyant que les décisions adoptées par les autorités européennes de surveillance ne devraient empiéter en rien sur les compétences budgétaires des États membres

8 Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 1998/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE, et 2009/65/CE en ce qui concerne les compétences de l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers

9 Cf. l'avis de la BCE du 26 octobre 2009 sur une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier et instituant un Comité européen du risque systémique et sur une proposition de décision du Conseil confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Comité européen du risque systémique (CON/2009/88) et l'avis de la BCE du 8 janvier 2010 sur trois propositions de règlements du Parlement européen et du Conseil instituant une Autorité bancaire européenne, une Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, ainsi qu'une Autorité européenne des marchés financiers (CON/2010/5)

le Parlement européen et le Conseil de l'UE par la procédure législative de codécision. Lors de sa réunion des 18 et 19 juin 2009, le Conseil européen a invité le Conseil Ecofin à adopter sans tarder les propositions législatives afin que la mise en place du nouveau cadre soit entièrement achevée courant 2010.

Le 20 octobre 2009, le Conseil Ecofin est parvenu à un large accord sur les deux propositions législatives concernant la création d'un Comité européen du risque systémique

(CERS). Par la suite, le 2 décembre 2009, le Conseil Ecofin a approuvé une orientation générale relative à des projets de règlements visant à instituer trois nouvelles autorités de surveillance des services financiers (AES), qui contient également des dispositions revêtant un intérêt pour la création du CERS (par exemple, concernant la collecte d'informations auprès des AES). La présidence du Conseil de l'UE a entamé des négociations avec le Parlement européen en vue de parvenir à un accord en 2010.

Encadré 8

LA CRÉATION DU COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE (CERS) ET SES CONSÉQUENCES POUR LA BCE

1. La surveillance macroprudentielle et le risque systémique

Un certain nombre de banques centrales dans le monde jouent un rôle dans la sauvegarde de la stabilité du système financier à l'intérieur de leur juridiction respective. Au sein de l'UE, le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne la surveillance prudentielle des établissements de crédit et la stabilité du système financier. La crise financière a clairement illustré la nécessité d'une meilleure compréhension et d'un meilleur suivi du risque systémique, notamment en ce qui concerne les interdépendances au sein du système financier, et a révélé les importantes lacunes existant en matière d'analyse efficace des informations disponibles et de sensibilisation aux principales vulnérabilités financières.

À la différence du contrôle individuel des établissements financiers, la surveillance macroprudentielle s'attache au système financier dans son ensemble. Par conséquent, cette surveillance est très étroitement liée au concept de risque systémique, qui peut découler du comportement collectif des établissements financiers, de leur interaction et des interconnexions entre le secteur financier et l'économie réelle.

2. Les attributions du CERS

Selon les propositions législatives de la Commission européenne, le Comité européen du risque systémique (CERS), nouvel organisme indépendant, sera chargé de la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'UE. Les tâches qui lui seront assignées sont : (a) déterminer, collecter et analyser toutes les informations utiles à sa mission, (b) identifier et classer les risques systémiques par ordre de priorité, (c) émettre des alertes lorsque ces risques systémiques sont jugés significatifs, (d) formuler des recommandations sur les mesures correctrices à prendre en réponse aux risques identifiés, et (e) contrôler les suites données aux alertes et recommandations.

Dans l'exercice de son mandat, le CERS devra coopérer étroitement avec le Système européen de surveillance financière (*European System of Financial Supervisors – SESF*). Il fournira notamment aux Autorités européennes de surveillance (AES) les informations relatives aux risques systémiques nécessaires à l'accomplissement de leurs missions. Réciproquement, il est demandé aux AES de coopérer étroitement avec le CERS, en particulier par la fourniture des informations nécessaires à la réalisation de ses tâches et en assurant un suivi approprié des alertes et recommandations du Comité. Une coopération entre le CERS et les organisations internationales comme le FMI et le Conseil de stabilité financière ainsi qu'avec les organismes concernés à l'extérieur de l'UE sur les questions ayant trait à la surveillance macroprudentielle sera également organisée.

3. Participation de la BCE

Selon les propositions législatives de la Commission, la BCE est chargée d'assurer le secrétariat du CERS et d'apporter ainsi au CERS un soutien analytique, statistique, administratif et logistique. Suivant les projets de textes législatifs, les attributions du secrétariat du CERS comprendront notamment la préparation des réunions du Comité, la collecte et le traitement d'informations en vue de l'accomplissement des missions du CERS, la préparation des analyses nécessaires, en s'appuyant également sur des avis techniques des banques centrales nationales et des autorités nationales de surveillance. Elles comprendront également le soutien au CERS à l'échelon administratif dans la coopération internationale avec d'autres organismes compétents en matière macroprudentielle et le soutien des travaux du conseil général, du comité directeur et du comité technique consultatif.

Le CERS bénéficiera de l'expertise des banques centrales nationales et des autorités nationales de surveillance, notamment via leur participation au comité technique consultatif devant être instauré en tant que partie intégrante de la structure du CERS. Ce comité offrira des avis et un soutien sur les questions techniques relatives aux travaux du CERS.

Dans son avis sur ces propositions¹, la BCE a exprimé son large soutien au cadre juridique proposé pour le CERS et s'est déclarée prête à apporter son soutien au Comité et à en assurer le secrétariat. En outre, le CERS bénéficiera de l'expertise macroéconomique, financière et monétaire de toutes les banques centrales nationales de l'UE, par le biais de la participation des membres du Conseil général de la BCE au Conseil général du CERS. La participation de la BCE et du SEBC au fonctionnement du CERS ne modifie pas l'objectif principal du SEBC défini à l'article 127 du Traité, qui est de maintenir la stabilité des prix.

Afin de soutenir les travaux du CERS, la BCE affectera les ressources humaines et financières nécessaires aux travaux de secrétariat. La BCE renforcera également ses capacités existantes en matière de suivi et d'évaluation des risques pesant sur la stabilité financière. En outre, la BCE assistera le CERS en développant et en actualisant de nouveaux outils analytiques et de nouvelles méthodologies pour l'identification et l'évaluation des risques systémiques et l'émission d'alertes précoces sur les risques.

1 Pour plus de détails sur cet avis (CON/2009/88), cf. la section 6.2 du chapitre 2

2.2 LE SECTEUR BANCAIRE

Le sommet de Londres réunissant le G20 au niveau des chefs d'État ou de gouvernement en avril 2009 a constitué une étape majeure pour la réglementation et la surveillance financières, car il a exprimé l'engagement des dirigeants du G20 à renforcer les normes réglementaires dès que la reprise économique serait assurée. À cette fin, le G20 a décidé d'accroître les ressources des banques au-delà des minimums réglementaires, afin de rehausser la qualité du capital, et d'élaborer des recommandations en vue de limiter la procyclicité¹⁰. De plus, il a été convenu d'introduire un ratio de fonds propres non lié au risque pour limiter l'endettement et un cadre mondial en vue de favoriser le renforcement des réserves de liquidité. Enfin, il a été décidé d'améliorer les incitations en matière de gestion des risques liés à la titrisation.

Dans ce contexte, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (Comité de Bâle), auquel la BCE participe en tant qu'observateur, a adopté un programme ambitieux et exhaustif en vue de poursuivre le renforcement de la réglementation et de la surveillance bancaires. En juillet 2009, le Comité a publié des améliorations du cadre de Bâle II. Ces améliorations consistent en un relèvement des fonds propres pour le portefeuille de négociation et les retitrisations ainsi que pour les lignes de liquidité et de crédit fournies aux entités hors-bilan. De plus, il durcit les normes relatives à l'analyse interne et à la publication des expositions de titrisation et aux pratiques en matière de rémunération et de gestion des risques. Enfin, en décembre 2009, le Comité de Bâle a publié, conformément au mandat du G20, des documents consultatifs sur le rehaussement de la qualité du capital, l'introduction d'un ratio de levier non fondé sur le risque en tant que mesure complémentaire du cadre de Bâle II ainsi que des cadres pour le risque de liquidité et les coussins de capital contracycliques.

Dans le droit fil des travaux du Comité de Bâle, la Commission européenne a adopté en juillet 2009 une proposition de modification de la directive sur les exigences de fonds propres¹¹.

La BCE a été consultée sur cette proposition et a publié un avis le 12 novembre 2009¹². Globalement, dans cet avis, la BCE soutient les modifications proposées et estime nécessaire de continuer d'aligner les obligations de la directive proposée sur le dispositif révisé pour le risque de marché de Bâle II, afin d'assurer une concurrence internationale loyale dans ce domaine. De plus, la BCE est favorable à l'introduction, dans les dispositions relatives aux politiques de rémunération, des orientations développées par le Conseil de stabilité financière¹³. Enfin, la BCE soutient l'application des dispositions relatives aux politiques de rémunération au niveau du groupe bancaire afin d'assurer un traitement cohérent des salariés qui prennent des risques dans tous les pays où les banques de l'UE interviennent.

2.3 LES VALEURS MOBILIÈRES

La crise financière a suscité des inquiétudes quant à la fiabilité et à la transparence des cotations fournies par les agences de notation et aux éventuels conflits d'intérêt liés à leurs activités. En avril 2009, le G20 a donc décidé d'étendre la surveillance prudentielle et l'enregistrement aux agences de notation afin d'assurer qu'elles se conforment aux principes fondamentaux du code de bonne pratique des agences de notation de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (*International Organization of Securities Commissions* – IOSCO). Dans l'UE, le Parlement européen et le Conseil ont adopté le 23 avril un

10 Définie comme la capacité du système à amplifier les fluctuations économiques

11 Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération

12 Avis de la Banque centrale européenne du 12 novembre 2009 sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour les portefeuilles de renégociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération (CON/2009/94)

13 Cf. les principes en matière de saines pratiques de rémunération (*Principles for Sound Compensation Practices*) et les normes de mise en œuvre (*Implementation Standards*), Conseil de stabilité financière, avril et septembre 2009, respectivement

règlement sur les agences de notation de crédit¹⁴, en vertu duquel toutes les agences de notation doivent être enregistrées auprès des autorités compétentes des États membres concernés, qui sont chargées de leur surveillance. Il introduit également des obligations liées au traitement des conflits d'intérêt, à la garantie de la qualité des notations et au renforcement de la transparence pour les utilisateurs de notations. La BCE a réservé dans l'ensemble un accueil favorable au règlement dans un avis d'avril 2009¹⁵, faisant état, dans ses observations générales, de la nécessité de clarifier le champ d'application exact du règlement et la notion de fins réglementaires.

Le G20 a également décidé de soumettre les *hedge funds* à une obligation d'enregistrement et de communication d'informations. À cette fin, la Commission européenne a présenté en avril 2009 une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (*alternative investment fund managers – AIFM*), notamment ceux qui gèrent des *hedge funds*, en vertu de laquelle les AIFM dépassant une certaine taille sont tenus d'obtenir un agrément, sont soumis à une surveillance permanente et doivent se conformer à un ensemble de normes réglementaires énoncées dans la proposition de directive. Ce n'est que si ces conditions étaient remplies qu'un AIFM pourrait commercialiser des fonds auprès d'investisseurs professionnels dans l'ensemble de l'UE. Dans son avis relatif à la proposition de directive¹⁶, la BCE s'est déclarée favorable à la mise en place d'un cadre harmonisé régissant les activités des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs de l'UE, mais a parallèlement souligné qu'il était important de créer un cadre coordonné au niveau mondial. L'avis a également suggéré que certaines dispositions pourraient être ajustées de manière à mieux prendre en compte les différences fondamentales existant entre les fonds entrant dans le champ d'application de la directive. De plus, la BCE a proposé que lors de l'adoption des mesures d'exécution, on se penche sur les obligations de communication d'informations aux autorités compétentes et sur des taux maximaux de levier tenant compte du

profil de risque complet des fonds alternatifs sans toutefois entraver de façon excessive la souplesse de leurs investissements.

2.4 LES NORMES COMPTABLES

Les principales évolutions en 2009 ont eu trait à la convergence internationale des normes comptables et aux améliorations visant à remédier aux faiblesses identifiées dans le sillage de la crise financière. Des mesures ont été prises dans ces domaines en vue de réaliser des avancées significatives vers un ensemble unique de normes harmonisées.

En réponse aux problèmes en matière d'information financière mis en évidence par la crise financière, le Conseil des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Board – IASB*) et le Conseil des normes de comptabilité financière (*Financial Accounting Standards Board – FASB*) des États-Unis ont créé en décembre 2008 le Groupe consultatif sur la crise financière (*Financial Crisis Advisory Group*), aux travaux duquel la BCE a contribué courant 2009. Le groupe conseillera les deux institutions précitées sur les implications en matière de définition des normes de la crise financière mondiale et des évolutions éventuelles de l'environnement réglementaire mondial.

En avril 2009, le FASB a modifié les règles comptables applicables à la dépréciation non temporaire des titres de créance de sorte que, contrairement à l'approche des normes internationales d'information financière (*International Financial Reporting Standards – IFRS*), seules les pertes de valeur liées au crédit

14 Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation du crédit, JO L 302 17.11.2009

15 Avis de la Banque centrale européenne du 21 avril 2009 sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation du crédit (CON/2009/38)

16 Avis de la Banque centrale européenne du 16 octobre 2009 sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (CON/2009/81)

soient comptabilisées dans les résultats. Cette modification implique que les banques des États-Unis et de l'UE comptabiliseront différemment les pertes sur ces titres dans leur produit net bancaire. La BCE et la Commission européenne ont indiqué que ces différences de traitement risquaient de créer des distorsions de concurrence et ont demandé à l'IASB de résoudre ce problème avant fin 2009.

En mars 2009, l'IASB a publié un exposé-sondage sur la décomptabilisation, comportant des propositions de modification des normes IAS 39 et IFRS 7¹⁷, qui exerceraient une incidence significative sur le traitement comptable des opérations de pension. Compte tenu de l'importance de ce marché pour les banques centrales et le secteur bancaire, l'Eurosystème a souligné que les amendements poseraient des problèmes de distorsion de concurrence entre banques de l'UE et des États-Unis et pourraient exercer une incidence négative sur les modèles d'activité des banques et sur le marché européen des pensions. L'IASB a donc été invité à revoir les modifications proposées concernant les pensions.

L'Eurosystème a également transmis à l'IASB des commentaires concernant l'exposé-sondage relatif à la classification et à l'évaluation des instruments financiers. L'Eurosystème estime notamment qu'il est nécessaire que l'IASB accorde davantage d'importance au modèle d'activité de l'entité, donne la possibilité de reclassement des instruments financiers dans des circonstances exceptionnelles et intensifie la collaboration avec le FASB en vue de parvenir à un traitement cohérent.

L'IASB a également publié, à des fins de consultation publique, un exposé-sondage sur la dépréciation, en vue d'appliquer les recommandations du G20 appelant les instances de normalisation comptable à élargir les possibilités de reconnaissance comptable des provisions pour pertes sur prêt en incluant une plus large gamme d'informations en matière de crédit.

De plus, il convient de mentionner la mise en place d'un dialogue de l'IASB avec les autorités prudentielles et les régulateurs de marché, notamment la BCE, sous l'égide du Conseil de stabilité financière, sur les questions de déclaration des institutions financières. Il s'agissait d'une réponse directe à l'invitation à améliorer l'implication des acteurs concernés formulée par le G20 à l'encontre de l'IASB.

En avril 2009, le Comité de Bâle a mis en place un groupe de travail de haut niveau sur les recommandations du G20 en matière de normes comptables. Ce groupe, auquel participe la BCE, a publié en août 2009 des principes directeurs pour la révision des normes comptables appliquées aux instruments financiers, afin d'apporter une assistance à l'IASB sur les questions relatives au provisionnement, à l'évaluation en juste valeur et à l'information financière correspondante.

17 Disponible sur le site internet de l'IASB (<http://www.iasb.org>)

3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

L'Eurosystème contribue au renforcement de l'intégration financière européenne par le biais de (a) la sensibilisation aux progrès en matière d'intégration financière et le suivi de ces avancées, (b) son rôle de catalyseur pour les activités du secteur privé en favorisant l'action collective, (c) la contribution au cadre législatif et réglementaire du système financier et l'action de réglementation directe, et (d) la fourniture de services de banque centrale favorisant également l'intégration financière.

LA SENSIBILISATION AUX PROGRÈS EN MATIÈRE D'INTÉGRATION FINANCIÈRE ET LE SUIVI DE CES AVANCÉES

En avril 2009, la BCE a publié la troisième édition de son rapport annuel intitulé *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe). Ce rapport a pour objet principal de contribuer à l'avancement de l'intégration financière européenne et de sensibiliser le public au rôle de l'Eurosystème dans le soutien de ce processus, en fournissant des informations relatives au degré d'intégration et donc une base empirique pour des mesures visant à renforcer encore l'intégration financière. Le rapport évalue tout d'abord le degré d'intégration financière à partir d'un ensemble d'indicateurs qui sont également publiés deux fois par an sur le site internet de la BCE. En 2009, ces indicateurs ont continué d'être développés afin d'inclure des indicateurs relatifs au développement financier. Le rapport analyse ensuite en détail trois thèmes spécifiques : (a) *the impact of the financial crisis on euro area financial integration* (les conséquences de la crise financière pour l'intégration financière de la zone euro), (b) *institutional investors and financial integration* (les investisseurs institutionnels et l'intégration financière), et (c) *the financing of small and medium-sized enterprises and young innovative companies in Europe* (le financement des petites et moyennes entreprises et des jeunes entreprises innovantes en Europe). Le rapport conclut par une vue d'ensemble de la contribution de l'Eurosystème à l'intégration et au développement des marchés financiers en Europe.

La BCE a continué de participer au Réseau de recherche sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe, qui réunit des universitaires, des intervenants de marché et des décideurs et qui est géré en collaboration avec le *Center for Financial Studies* de l'université de Francfort-sur-le-Main. La douzième conférence organisée par le réseau sur le thème *Learning from the crisis: Financial stability, macroeconomic policy and international institutions* (Les enseignements de la crise : stabilité financière, politique macroéconomique et institutions internationales) s'est tenue à l'*Einaudi Institute for Economics and Finance* à Rome les 12 et 13 novembre 2009. Comme les années précédentes, la BCE a fait bénéficier cinq jeunes chercheurs du programme de parrainage Lamfalussy (*Lamfalussy Fellowship*) dans le cadre de ce réseau. Les priorités actuelles du réseau portent sur les points suivants : (a) les systèmes financiers en tant que gestionnaires, distributeurs et créateurs de risque, (b) l'intégration et le développement des services financiers aux particuliers et la promotion des entreprises innovantes, et (c) la modernisation et la gouvernance financières ainsi que l'intégration du système financier européen aux marchés financiers mondiaux.

LE RÔLE DE CATALYSEUR DES ACTIVITÉS DU SECTEUR PRIVÉ

L'Eurosystème a continué d'apporter son soutien au projet d'Espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*), qui permet aux particuliers, aux entreprises et aux administrations publiques d'effectuer des paiements scripturaux libellés en euros dans l'ensemble des pays participants à partir d'un même compte, en utilisant un ensemble unique d'instruments de paiement avec autant de facilité, d'efficacité et de sécurité que s'il s'agissait de paiements nationaux. Le prélèvement SEPA a été lancé avec succès en novembre 2009, date à laquelle plus de 2500 banques s'étaient engagées à offrir ce premier service de paiement par prélèvement véritablement européen. Cela a constitué le

second jalon majeur de cette initiative après le lancement des virements SEPA en janvier 2008. Une déclaration commune¹⁸ de la Commission européenne et de la BCE a apporté au secteur bancaire de nouvelles clarifications sur le futur modèle de fonctionnement du dispositif de prélèvement automatique SEPA. L'Eurosystème suit la migration vers l'utilisation des instruments de paiement SEPA en se fondant sur des « indicateurs SEPA »¹⁹. En janvier 2010, les virements SEPA représentaient 6,2 % du total des paiements par virement en euros, ce qui montre qu'à présent, ils ne sont plus utilisés uniquement pour les paiements transfrontières²⁰ mais également pour les transactions domestiques.

L'introduction des virements SEPA et des prélèvements SEPA a permis de jeter les bases à partir desquelles de nouvelles innovations sont possibles. Des travaux sont en cours pour développer une solution de paiement en ligne paneuropéenne²¹ ainsi que les paiements par téléphone mobile et la facturation électronique. L'Eurosystème a organisé deux réunions avec les intervenants de marché afin d'examiner l'état d'avancement des solutions de paiement électronique dans le cadre du SEPA et continuera de suivre les travaux dans ce domaine.

Des progrès ont été réalisés s'agissant du cadre SEPA relatif aux paiements par carte mis en place en 2008. L'Eurosystème estime qu'au moins un nouveau système européen de paiement par carte, respectant ses exigences ainsi que celles des autres parties prenantes, devrait être créé et plusieurs initiatives de marché sont d'ores et déjà en cours. La migration vers des cartes à puce dotées d'un numéro d'identification personnel et des distributeurs automatiques de billets et des terminaux dans les points de vente conformes à la norme Europay Mastercard Visa (EMV) avance de manière satisfaisante²². Le cadre SEPA relatif aux paiements par carte devrait permettre d'accroître la liberté de choix et l'efficacité, mais des efforts supplémentaires restent à accomplir pour le promouvoir. En mai 2009, l'Eurosystème a organisé une réunion avec les parties prenantes au sujet d'un cadre

de certification SEPA pour les cartes et les terminaux, avec pour objectif de parvenir à un processus d'évaluation et de certification unique pour les fabricants de cartes et de terminaux.

Le sixième rapport d'étape SEPA publié par l'Eurosystème met en évidence la nécessité d'améliorer la gouvernance globale du SEPA, principalement en ce qui concerne l'implication des parties prenantes, la transparence et les progrès de la migration. Ces questions continuent de faire l'objet d'une réflexion conjointe de l'Eurosystème et de la Commission européenne.

En décembre 2009, le Conseil Ecofin a confirmé qu'il était important de fixer des échéances définitives pour la migration vers le prélèvement et le virement SEPA afin d'apporter les clarifications et les incitations nécessaires au marché pour adopter les instruments SEPA et d'éliminer les coûts liés à l'utilisation en parallèle des produits SEPA et des anciens produits. Le Conseil Ecofin a donc invité la Commission européenne et la BCE à procéder, en étroite collaboration avec toutes les parties concernées, à une évaluation approfondie afin de déterminer si des mesures législatives sont nécessaires pour fixer des délais contraignants s'agissant de l'introduction des prélèvements et des transferts SEPA et à présenter une proposition législative si ces mesures sont jugées nécessaires.

En Europe, le marché des titres à court terme est essentiellement de nature domestique. L'initiative STEP, lancée par des intervenants de marché sous l'égide de la Fédération bancaire européenne et de l'ACI – *The Financial Markets Association* (Association des marchés financiers)

18 Publiée sur le site internet de la BCE le 24 mars 2009

19 Disponibles sur le site internet de la BCE

20 D'après les estimations, les paiements transfrontières représentent 2 % à 3 % de l'ensemble des paiements.

21 Un paiement en ligne (ou paiement électronique) est basé sur un paiement bancaire s'effectuant par internet, mais présente une caractéristique supplémentaire : le site marchand reçoit une confirmation de paiement en temps réel afin que les marchandises puissent être expédiées immédiatement.

22 Pour plus d'informations, cf. les pages relatives au SEPA sur le site internet de la BCE

et pilotée par le Comité de marché STEP, a favorisé l'intégration du marché des titres de créance à court terme par le biais d'un noyau de normes et de pratiques de marché adoptées sur une base volontaire depuis 2001. La BCE soutient l'initiative STEP depuis son lancement.

Après le démarrage réussi du marché STEP en juin 2006, l'Eurosystème a continué de soutenir cette initiative de deux manières. En premier lieu, la BCE fournit des statistiques relatives au marché STEP, qui portent sur les encours mensuels ainsi que sur les rendements quotidiens et les *spreads* des émissions nouvelles. Depuis fin novembre 2009, la BCE publie également des statistiques quotidiennes sur les encours agrégés et les nouvelles émissions ventilées par secteurs, échéances, notations et devises d'émission. En second lieu, l'Eurosystème continuera, jusqu'en juin 2010, d'assister le secrétariat STEP dans le cadre du processus d'attribution du label STEP. La responsabilité finale de l'attribution ou du retrait de ce label demeure entièrement du ressort de ce secrétariat.

Malgré la crise sur les marchés financiers, l'encours total des titres STEP a augmenté de 6,4 % en rythme annuel au troisième trimestre 2009, atteignant 404,8 milliards d'euros en décembre 2009. Cette progression est en partie liée à la décision prise par le Conseil des gouverneurs en octobre 2008 d'élargir la liste des actifs éligibles admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème en y incluant les titres bénéficiant du label STEP émis par les banques. À la suite de l'introduction du label STEP en 2006, 149 programmes actifs bénéficiant du label STEP étaient en place en décembre 2009.

Afin d'accroître la transparence dans le domaine des titres adossés à des actifs, l'Eurosystème a lancé un projet, en collaboration avec les agences de notation, les émetteurs et les investisseurs, afin de fournir des données au niveau des prêts s'agissant des actifs servant de supports à ces instruments. Un marché de la titrisation qui fonctionne bien, aidé en cela par

la standardisation et une transparence accrue, contribue à parachever le système financier européen et favorise l'intégration par le biais d'une meilleure comparabilité des instruments au-delà des frontières.

LA CONTRIBUTION AU DISPOSITIF RÉGLEMENTAIRE ET LÉGISLATIF DU SYSTÈME FINANCIER ET L'ACTION DE RÉGLEMENTATION DIRECTE

En 2009, la contribution de l'Eurosystème au dispositif réglementaire et législatif a notamment porté sur le suivi du rapport du Groupe de Larosière concernant la création d'un nouveau cadre institutionnel de surveillance au sein de l'UE (cf. la section 2.1 du présent chapitre). De plus, dans le cadre de son rôle consultatif, conformément au Traité, la BCE donne régulièrement des avis sur les initiatives qui concernent, directement ou indirectement, l'intégration financière (cf. la section 2 du présent chapitre et la section 6.2 du chapitre 2).

La BCE a formulé des avis sur l'intégration des systèmes de règlement-livraison de titres et des systèmes de paiement. La BCE a continué d'être étroitement associée aux travaux relatifs au Code de conduite pour la compensation et le règlement-livraison, qui vise à renforcer la concurrence sur la base de la transparence des prix, de l'accès et de l'interopérabilité, tout en favorisant également la dissociation des services et la séparation comptable. La BCE a également conduit une analyse sur l'utilisation d'exemples de prix par les dépositaires centraux de titres comme moyen d'améliorer la comparabilité des prix.

La BCE a continué de participer au Groupe consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison II (*Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II* – CESAME II) qui examine la suppression des « obstacles Giovannini » (du nom du groupe qui les a identifiés en 2001) résultant des différences entre normes techniques et pratiques commerciales et nuisant à l'efficacité de la compensation et du règlement-livraison. Ces travaux sont étroitement liés à la mise en œuvre de TARGET2-Titres

(T2S) et visent à promouvoir l'harmonisation de l'environnement post-marché.

Dans la mesure où l'harmonisation du cadre juridique européen pour les paiements constitue le fondement de SEPA, l'Eurosystème s'est intéressé activement à la législation de l'UE dans ce domaine. La directive sur les services de paiement²³ a été transposée en droit national et, en novembre 2009, elle était appliquée dans la plupart des États membres. La BCE a participé, en tant qu'observateur, au groupe de travail de la Commission européenne qui s'occupe de la transposition, dans lequel les BCN étaient également représentées par des délégués accompagnant les représentants de leur gouvernement respectif. De plus, la BCE a été impliquée dans les travaux de la Commission concernant la révision du règlement (CE) n° 2560/2001 (désormais le règlement (CE) n° 924/2009 relatif aux paiements transfrontaliers dans la Communauté) et consultée à ce sujet. En ce qui concerne les prélèvements transfrontaliers, le règlement révisé prévoit que toutes les banques qui proposent actuellement des prélèvements en euros au niveau national devront être en mesure de recevoir et de traiter des instructions de prélèvement transfrontalières en euros d'ici novembre 2010. Il définit également des dispositions temporaires relatives aux commissions d'interchange applicables aux prélèvements SEPA nationaux et transfrontaliers, conformément aux communiqués de presse communs²⁴ de la BCE et de la Commission européenne. Enfin, la BCE a pris part aux travaux en vue de la révision de la directive « Monnaie électronique » et a été consultée à ce sujet.

En décembre 2008, deux groupes composés d'universitaires, le groupe d'étude sur un Code civil européen (*Study Group on a European Civil Code*) et le groupe d'étude sur le droit privé communautaire (*Research Group on EC Private Law*), ont présenté à la Commission européenne la version finale d'un projet conjoint de cadre de référence commun proposant un ensemble de « règles modèles » couvrant les principaux domaines du droit civil. La BCE a participé aux travaux du groupe *European Financial*

Markets Lawyers Group (EFMLG) sur les questions relevant de ce domaine qui s'avèrent particulièrement pertinentes pour le secteur des services financiers²⁵. La BCE a également participé au dialogue de l'EFMLG avec les principales organisations professionnelles qui parrainent une documentation de marché standard. Le dialogue a pour objectif d'analyser les enseignements à tirer des récentes turbulences sur les marchés financiers s'agissant des dispositions communément utilisées dans la documentation sur les transactions financières, d'examiner les différences entre divers accords-cadres et d'amorcer un processus de convergence vers une documentation de marché standard.

LA FOURNITURE DE SERVICES DE BANQUE CENTRALE FAVORISANT L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

TARGET2, la deuxième génération du système de paiement de montant élevé de l'Eurosystème, est la première infrastructure de marché à être complètement intégrée et harmonisée au niveau européen. Elle permet aux établissements opérant dans plusieurs pays européens de rationaliser leurs fonctions de post-marché et de regrouper leur gestion de la liquidité en euros. L'Eurosystème s'efforce d'améliorer TARGET2 de manière régulière afin de mieux répondre aux besoins des utilisateurs et deux nouvelles versions du système ont été mises en service courant 2009.

T2S, la plate-forme de l'Eurosystème prévue pour offrir un tronc commun de services de règlement transfrontaliers et neutres, aura une incidence importante sur l'harmonisation et l'intégration de l'environnement post-marché en Europe. T2S permettra de supprimer de nombreux

23 Directive 2007/64/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 novembre 2007 relative aux services de paiement dans le marché intérieur modifiant les directives 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE et 2006/48/CE et abrogeant la directive 97/5/CE

24 Publiés le 4 septembre 2008 et le 24 mars 2009, les deux communiqués de presse communs ont apporté des clarifications sur les attentes des autorités européennes en ce qui concerne les commissions d'interchange durant une période transitoire et à long terme pour les prélèvements automatiques SEPA.

25 Le document exprimant la position du EFMLG a été publié en septembre 2009 et peut être consulté sur le site internet de cet organisme (<http://www.efmlg.org>).

« obstacles Giovannini » à la compensation et au règlement-livraison transfrontières en offrant une plate-forme informatique unique avec des interfaces communes et un protocole de messagerie unique, en introduisant des horaires harmonisés pour tous les marchés connectés et en étendant un modèle de règlement harmonisé unique incluant la livraison contre paiement en monnaie de banque centrale à toutes les transactions tant nationales que transfrontières. En 2009, plusieurs sous-groupes T2S réunissant des experts du secteur ont développé des normes pour harmoniser les instructions et les processus. Au fur et à mesure de l'avancement des travaux relatifs à la mise en œuvre de T2S, de nouveaux domaines nécessitant une harmonisation ont été identifiés et ces questions ont été soit traitées directement dans le cadre du projet, soit soumises au groupe CESAME II de la Commission européenne (pour plus de détails, cf. la section 2.2 du chapitre 2).

Enfin, dans le domaine de la gestion des garanties, les travaux se sont poursuivis en 2009 s'agissant de la mise en place d'une plate-forme unique partagée (CCBM2) pour les BCN de la zone euro en vue de consolider et d'accroître l'efficacité des systèmes internes de l'Eurosystème et d'améliorer la liquidité et la gestion des garanties des contreparties (cf. la section 2.3 du chapitre 2).

4 LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Les systèmes de paiement, de compensation et de règlement-livraison de titres sont des infrastructures de base nécessaires au bon fonctionnement des économies de marché. Ils sont indispensables à l'efficacité des flux de paiement des biens, des services et des actifs financiers, et leur bon fonctionnement est essentiel à la mise en œuvre de la politique monétaire de la banque centrale et au maintien de la stabilité financière et de la confiance dans la monnaie, dans le système financier et dans l'économie en général. Promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement est une mission essentielle de l'Eurosystème. Pour remplir cette mission, l'Eurosystème adopte une triple approche : il exerce un rôle opérationnel, conduit des activités de surveillance et agit en tant que catalyseur.

Au travers de sa fonction de surveillance, l'Eurosystème cherche à garantir la sécurité et l'efficacité des systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres et des contreparties centrales traitant des opérations libellées en euros, en assurant leur suivi et leur évaluation et, le cas échéant, en suscitant le changement.

Comme pour la plupart des autres autorités de supervision, les activités de surveillance de l'Eurosystème portent à la fois sur les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres individuels et, compte tenu de l'interdépendance de ces systèmes, sur l'infrastructure de marché dans son ensemble.

Les instruments de paiement relèvent également de la surveillance exercée par l'Eurosystème, qui s'attache en particulier à leur sécurité et à leur efficacité. La création de SEPA et l'harmonisation croissante du cadre juridique européen entraînent une modification significative du paysage des paiements de détail et renforcent la nécessité d'adopter une approche cohérente pour la surveillance des instruments de paiement. À cet effet, l'Eurosystème a défini une approche harmonisée de la surveillance et des normes de surveillance pour les instruments de paiement (*Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments*),

publiée en février 2009. Ces normes constituent un fondement commun pour tous les cadres relatifs aux moyens de paiement et représentent un socle sur lequel peut être construite la surveillance des moyens de paiement.

Afin de présenter une vue d'ensemble des méthodes, des stratégies et des instruments qu'il utilise en matière de surveillance, l'Eurosystème a publié en février 2009 le « Cadre de surveillance de l'Eurosystème » (*Eurosystem oversight policy framework*). Ce cadre est une référence centrale à cet égard pour les systèmes, les intervenants de marché et les autres parties concernées, ainsi que pour l'Eurosystème lui-même.

4.1 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ ET LES FOURNISSEURS D'INFRASTRUCTURES

Les systèmes de paiement de montant élevé sont l'épine dorsale de l'infrastructure de marché de la zone euro et jouent un rôle important pour la stabilité et l'efficacité du secteur financier et de l'économie dans son ensemble. L'Eurosystème applique un cadre de surveillance bien défini à l'ensemble des systèmes de paiement de montant élevé qui traitent des opérations libellées en euros, qu'il s'agisse de ses propres systèmes ou de ceux gérés par le secteur privé. Ce cadre s'appuie sur les Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique, définis par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et adoptés par le Conseil de gouverneurs en 2001. Ces principes sont complétés par les attentes de l'Eurosystème en matière de continuité opérationnelle des systèmes de paiement d'importance systémique, adoptées par le Conseil des gouverneurs en 2006 pour une mise en œuvre par le secteur au plus tard en juin 2009. Au second semestre 2009, l'Eurosystème a commencé à évaluer le degré de conformité des systèmes de paiement d'importance systémique aux attentes en matière de continuité opérationnelle.

La performance opérationnelle globale et la fourniture de services des principales

infrastructures de paiement réglant des opérations libellées en euros (TARGET, EURO 1 et CLS) et des fournisseurs d'infrastructures (comme SWIFT) ont été stables et soutenues tout au long de l'année 2009, dans un contexte marqué par l'atténuation progressive des tensions sur les marchés financiers.

TARGET

Début 2009, les autorités de surveillance de TARGET ont achevé l'évaluation complète, engagée fin 2006, de l'architecture du système TARGET2 au regard des Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique. Sur la base de cette évaluation, qui a été publiée en mai 2009, le Conseil des gouverneurs a conclu que le système TARGET2 respectait l'ensemble des Principes fondamentaux applicables.

Après la date butoir de juin 2009 pour la mise en œuvre des attentes de l'Eurosystème en matière de continuité opérationnelle des systèmes de paiement d'importance systémique, une évaluation de TARGET2 au regard de ces attentes a débuté au second semestre 2009. Les résultats de cette évaluation seront disponibles courant 2010.

En outre, avant la mise en production, le 23 novembre 2009, de la nouvelle version de TARGET2, les autorités de surveillance ont évalué ses nouvelles fonctionnalités au regard des Principes fondamentaux applicables. Elles ont conclu que, dans l'ensemble, la nouvelle version aurait une incidence positive sur la gestion des risques de liquidité et de crédit des participants au système.

EURO 1

EURO 1 est un système de paiement de montant élevé pour les opérations transfrontières et domestiques en euros entre banques exerçant leur activité dans l'UE. Sa gestion est assurée par la société de compensation de l'Association bancaire pour l'euro, ABE Clearing. EURO 1 fonctionne sur une base nette multilatérale. Les positions de fin de journée des participants à EURO 1 sont réglées, en définitive, en monnaie

de banque centrale *via* le système TARGET2, la BCE agissant en tant qu'agent de règlement.

EURO 1 n'a fait l'objet, en 2009, d'aucune modification susceptible d'influer sur la situation du système en termes de risques et qui aurait nécessité une évaluation sous l'angle de la surveillance. Le système a fonctionné sans heurt tout au long de l'année.

Au second semestre 2009, EURO 1 a été évalué au regard des attentes de l'Eurosystème en matière de continuité opérationnelle des systèmes de paiement d'importance systémique. Ce processus n'est pas encore achevé et les résultats seront disponibles courant 2010.

LE SYSTÈME CLS (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM)

Géré par la CLS Bank International (CLS Bank), le système CLS a été instauré en septembre 2002. Le système offre des services de règlement multidevises synchronisés (sur la base d'un mécanisme de paiement contre paiement) des instructions de paiement liées aux opérations de change. Grâce à ce mécanisme, le système CLS supprime pratiquement tout risque de crédit lié au règlement des opérations de change. Ses règlements s'effectuent actuellement dans dix-sept des principales devises du monde, notamment l'euro, le dollar, le yen, la livre sterling et le franc suisse.

Étant donné que la CLS Bank est implantée aux États-Unis, le Système fédéral de réserve assure la responsabilité première de la surveillance de CLS dans le cadre d'un accord de surveillance coopérative auquel participent les banques centrales du G10 et les banques centrales dont la devise est réglée dans le système. Cet accord est formalisé dans un protocole établi en novembre 2008 par les banques centrales participantes²⁶. La BCE (en étroite coopération avec les BCN de la zone euro) participe à cet accord de surveillance coopérative et assure la

²⁶ Ce protocole (*Protocol for the Cooperative Oversight Arrangement of CLS*) peut être consulté sur le site internet du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (<http://www.federalreserve.gov>).

responsabilité première de la surveillance du règlement en euros par CLS.

En 2009, les activités de surveillance coopérative ont été principalement axées sur l'examen des nouveaux services, initiatives et modifications des règles introduits par CLS Bank. Y figuraient notamment une proposition en faveur d'un nouveau service d'agrégation qui doit permettre un traitement plus sûr et plus efficace des opérations de change de faible montant mais de volume élevé, des propositions en faveur d'une nouvelle politique de tarification et des modifications des règles de fonctionnement de CLS ainsi que du manuel destiné aux membres du système afin de refléter les leçons tirées de la faillite de Lehman Brothers.

SWIFT

SWIFT est important du point de vue de la stabilité financière dans la mesure où il offre des services de messagerie sécurisée à la communauté financière de plus de 210 pays dans le monde. SWIFT est une société coopérative à responsabilité limitée, implantée en Belgique. La BCE participe avec les autres banques centrales du G10 à la surveillance coopérative de SWIFT, la Banque nationale de Belgique assurant la responsabilité première de la surveillance. La surveillance est axée sur la résilience de SWIFT face aux crises, la fiabilité opérationnelle, la sécurité, la continuité opérationnelle, ainsi que sur les processus internes de gestion du risque et les principales actions entreprises. Les activités de surveillance des banques centrales ont pour objectif de veiller à ce que SWIFT dispose des cadres de gouvernance, des structures, des processus, des procédures de gestion et de contrôle des risques appropriés pour pouvoir gérer de manière efficiente les risques qu'il pourrait faire peser sur la stabilité financière et la solidité des infrastructures financières.

En 2009, les activités de surveillance de SWIFT ont essentiellement porté sur :

- (a) la mise en œuvre du programme d'architecture distribuée destiné à redéfinir l'architecture technique de SWIFT, notamment le suivi

des progrès réalisés en matière de tests d'aptitude opérationnelle et de migration des clients, ainsi que dans la mise en place du nouveau centre de commande et de contrôle de la région Asie-Pacifique ;

- (b) l'évolution de la connectivité que SWIFT offre à ses clients ;
- (c) le suivi des nouveaux projets susceptibles d'avoir une incidence sur la confidentialité, l'intégrité et la disponibilité des services critiques de SWIFT ; et
- (d) l'évaluation, en fonction des risques, de la cyberdéfense de SWIFT, axée sur les pratiques en matière de sécurité organisationnelle et opérationnelle.

En 2009, SWIFT a annoncé le lancement d'une initiative interne intitulée *Lean@SWIFT*, destinée à réduire les coûts d'exploitation au sein de l'organisation en allégeant certains processus. Les autorités de surveillance suivent de près les actions menées par SWIFT dans le cadre de cette initiative afin de veiller au respect des préoccupations liées à la continuité opérationnelle et à la résilience des services SWIFT.

4.2 LES SYSTÈMES ET LES INSTRUMENTS DE PAIEMENT DE DÉTAIL

La surveillance exercée par l'Eurosystème couvre également les systèmes et les instruments de paiement de détail. En 2009, la BCE a continué de diriger le suivi du bon fonctionnement de STEP2, qui est un système de paiement transfrontière (et également domestique, de manière croissante) pour les paiements de masse en euros, exploité par ABE Clearing.

Le 2 novembre 2009, ABE Clearing a lancé deux services supplémentaires dans le cadre de STEP2 (CORE et B2B), en support du système de prélèvement automatique SEPA. Ces deux services ont été jugés conformes aux règles

définies par le Conseil européen des paiements, et leur introduction n'a pas altéré le niveau de compatibilité de STEP2 avec les normes de surveillance en vigueur.

En 2009, l'Eurosystème a poursuivi son évaluation des dispositifs de paiement par carte fonctionnant dans la zone euro au regard des normes de surveillance qu'il avait instaurées en janvier 2008. Cette évaluation porte sur vingt-six dispositifs, dont quatre nationaux. Certains dispositifs ont été dispensés de l'application des normes de surveillance. Les dispositifs internationaux sont examinés par des groupes d'évaluation coopérative constitués d'une banque centrale chargée au premier chef de la surveillance (*lead overseer*) et d'autres banques centrales volontaires.

Pour les besoins de cette évaluation, la BCE, en sa qualité de *lead overseer* de l'Eurosystème pour VISA Europe, Diners/Discover et American Express, a signé un protocole d'accord avec ces dispositifs de paiement par carte, tandis que la Banque nationale de Belgique a signé le même type de protocole avec MasterCard Europe, dispositif dont elle assure la responsabilité première de la surveillance.

Les évaluations des dispositifs nationaux et internationaux de paiement par carte feront l'objet de comparaisons entre superviseurs afin de garantir une application uniforme des normes de surveillance. Ce processus se déroulera à partir de début 2010. Il est prévu de publier, vers fin 2010, un rapport d'évaluation global présentant les principaux résultats au niveau agrégé.

Sur la base de l'approche harmonisée de la surveillance et des normes de surveillance pour les instruments de paiement (*Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments*), l'Eurosystème a développé des projets de cadres de surveillance pour les instruments de virement et de prélèvement, et invité l'ensemble des parties concernées à formuler leurs commentaires sur ces questions au plus tard en novembre 2009. Après examen des commentaires reçus durant la consultation publique, les cadres de surveillance seront finalisés en 2010.

4.3 LA COMPENSATION ET LE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES ET DE PRODUITS DÉRIVÉS

L'Eurosystème porte un grand intérêt au bon fonctionnement des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres, les défaillances survenant lors de la compensation, du règlement et de la conservation des garanties pouvant compromettre la mise en œuvre de la politique monétaire, le bon fonctionnement des systèmes de paiement et le maintien de la stabilité financière.

En sa qualité d'utilisateur de ces systèmes, l'Eurosystème évalue la conformité des systèmes de règlement-livraison de titres de la zone euro, ainsi que des liens entre ces systèmes, aux normes d'utilisation de l'Eurosystème²⁷. Les systèmes de règlement-livraison de titres et leurs liens sont éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème s'ils respectent ces normes d'utilisation, qui fournissent également la base de l'évaluation par l'Eurosystème des nouveaux systèmes et des nouveaux liens ou des modifications significatives apportées aux systèmes déjà éligibles.

En août 2009, l'Eurosystème a achevé son évaluation exhaustive de l'ensemble des systèmes de règlement-livraison et de leurs liens, directs et relayés. Cet exercice a confirmé que le niveau global de conformité de ces systèmes et de leurs liens directs et relayés était élevé et que les systèmes avaient poursuivi leurs efforts pour améliorer encore cette conformité lorsque cela était nécessaire. En outre, un nouveau lien relayé et son lien direct sous-jacent ont été évalués et jugés conformes aux nouvelles normes d'utilisation de l'Eurosystème.

²⁷ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, janvier 1998

RECOMMANDATIONS DU SEBC-CERVM RELATIVES AUX SYSTÈMES DE COMPENSATION ET DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES AU SEIN DE L'UNION EUROPÉENNE

En juin 2009, le SEBC et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) ont publié les *Recommandations relatives aux systèmes de règlement-livraison de titres et aux contreparties centrales au sein de l'Union européenne*²⁸, qui visent à accroître la sécurité, la solidité et l'efficacité des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres et des contreparties centrales au sein de l'UE. Elles reposent, en étant au moins aussi rigoureuses, sur les recommandations relatives aux systèmes de règlement-livraison de titres et sur les recommandations concernant les contreparties centrales, édictées par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

L'adoption et la publication des recommandations finales du SEBC et du CERVM constituent une étape importante vers la définition d'exigences minimales en vue de garantir la sécurité et la solidité de l'infrastructure post-marché au sein de l'UE. Ces recommandations s'adressent aux régulateurs et aux autorités de surveillance, qui les utiliseront en tant qu'outil de régulation et s'efforceront d'en assurer la mise en œuvre systématique et d'instaurer l'égalité de traitement pour les systèmes de règlement-livraison de titres et les contreparties centrales au sein de l'UE. Il est prévu que les systèmes de règlement-livraison de titres et les contreparties centrales publient leurs réponses aux principales questions du rapport du SEBC et du CERVM et que, d'ici à fin 2011, ces dispositifs auront été évalués au regard de ces recommandations.

La Commission européenne, le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB) ainsi que les intervenants de marché et les associations concernés ont été consultés tout au long du processus d'élaboration de ces recommandations, et toutes les parties intéressées ont été invitées à formuler des commentaires dans le cadre de

deux consultations publiques. L'analyse des commentaires a pris en compte l'ensemble des évolutions réglementaires et juridiques récentes ainsi que d'autres initiatives qui ont été lancées depuis le gel, en 2005, des travaux qui avaient initialement débuté en 2001. Étant donné les risques que l'ampleur croissante des expositions aux produits dérivés de gré à gré fait peser sur la stabilité financière, les risques liés à ces instruments dérivés ont également été pris en compte lors de l'analyse et de la finalisation des recommandations concernant les contreparties centrales.

INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ

Le développement d'infrastructures de marché adéquates pour les produits dérivés de gré à gré est une priorité essentielle pour améliorer la transparence et la résilience de ces marchés. Alors que les travaux étaient initialement centrés sur les *swaps* de défaut, qui avaient suscité des préoccupations immédiates durant la crise financière, ils ont été par la suite étendus aux produits dérivés de gré à gré d'une manière plus générale.

L'un des principaux axes de travail a eu pour objectif de promouvoir le recours à la compensation avec contrepartie centrale pour les produits dérivés de gré à gré. Grâce au puissant soutien du secteur public de l'UE et aux initiatives correspondantes de la profession, deux contreparties centrales pour les *swaps* de défaut ont été mises en place dans l'UE en juillet 2009 : Eurex Credit Clear (située dans la zone euro) et ICE Clear Europe (située au Royaume-Uni). Le Conseil des gouverneurs a salué ce progrès dans sa décision du 16 juillet 2009. Dans le même temps, il a insisté sur le fait que la priorité sera l'utilisation des infrastructures de la zone euro pour la compensation des *swaps* de défaut libellés en euros, dont il assurera un suivi étroit. L'importance du recours aux infrastructures de la zone euro pour les produits dérivés de gré à gré a également été soulignée dans les récents

28 Disponible sur le site internet de la BCE

travaux analytiques de l'Eurosystème, qui mettent en lumière les implications particulières des marchés de produits dérivés de gré à gré en termes de risque systémique pour la zone euro, compte tenu du fait que l'euro est l'une des principales devises dans lesquelles sont libellés les contrats sur ces produits²⁹.

Étant donné l'importance croissante des contreparties centrales et d'autres infrastructures de marché, telles que les référentiels centraux de données, sur les marchés de produits dérivés de gré à gré, un cadre de régulation et de surveillance adéquat s'impose pour garantir la sécurité et l'efficacité de ces entités. À cet égard, les recommandations émises en juin 2009 par le SEBC et le CERVM concernant les systèmes de règlement-livraison de titres et les contreparties centrales, examinées dans la section précédente, prennent en compte un certain nombre de risques spécifiques inhérents à la compensation des produits dérivés de gré à gré. Des travaux ont également été engagés à l'échelle internationale pour garantir une interprétation et une mise en œuvre cohérentes des normes de surveillance applicables aux contreparties centrales, du point de vue plus spécifique des produits dérivés de gré à gré. Un réexamen des recommandations CSPR-OICV de 2004 concernant les produits dérivés de gré à gré a débuté en juillet 2009³⁰. Il portera également sur des questions liées aux référentiels centraux de données. En outre, la création du Forum des régulateurs de produits dérivés de gré à gré (*OTC Derivatives Regulators' Forum*) fournit un cadre permettant aux autorités compétentes ou ayant un intérêt légitime en matière d'infrastructures de produits dérivés de gré à gré de se coordonner et de partager des informations de façon régulière³¹.

En principe, les marchés de produits dérivés de gré à gré doivent répondre aux mêmes normes en termes de transparence, d'efficacité et de sécurité que celles jugées appropriées pour les marchés où se négocient les autres produits

financiers, tout en reflétant les caractéristiques spécifiques des différents produits.

Le 20 octobre 2009, la Commission européenne a présenté les actions qu'elle prévoit de mener concernant les marchés de produits dérivés de gré à gré³². L'Eurosystème a participé à l'élaboration de cette feuille de route par sa contribution à la consultation de la Commission européenne de juillet 2009 concernant les mesures susceptibles de renforcer la résilience de ces marchés³³ et continuera de fournir des conseils et d'apporter sa contribution au développement des mesures de régulation envisagées.

SURVEILLANCE DU SYSTÈME TARGET2-TITRES

TARGET2-Titres (T2S) est une infrastructure qui vise à offrir un gisement unique sans frontières de titres et un processus de règlement central et neutre, renforçant ainsi la stratégie de Lisbonne. Le Conseil Ecofin a souligné, en 2007, la nécessité de veiller à la sécurité et à l'efficacité des dispositifs de surveillance applicables aux déposataires centraux de titres et, donc, d'analyser de ce point de vue les implications de T2S pour ces dispositifs.

Avec la publication d'un certain nombre d'éléments clés concernant l'architecture et le cadre opérationnel/juridique de T2S, l'Eurosystème a organisé, les 18 juin et 26 août 2009, des ateliers avec les banques centrales et autorités de surveillance concernées afin d'analyser le caractère critique de T2S pour les banques centrales et les déposataires centraux de titres qui utiliseront ses services. En outre, dans la mesure où ce dispositif offrira

29 Le rapport intitulé *OTC derivatives and post-trading infrastructures* a été publié sur le site internet de la BCE en septembre 2009.

30 Pour de plus amples détails, cf. le communiqué de presse de la BRI du 20 juillet 2009 (<http://www.bis.org>)

31 Pour de plus amples détails concernant ce forum, cf. le communiqué de presse de la Banque fédérale de réserve de New York du 24 septembre 2009 (<http://www.newyorkfed.org>).

32 La communication intitulée *Mener des actions en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides* peut être consultée sur le site internet de la Commission européenne (<http://ec.europa.eu>).

33 Publiée le 4 septembre 2009 sur le site internet de la BCE

des services transfrontières aux banques centrales et aux dépositaires centraux tant de la zone euro que de pays tiers, un nombre important d'autorités de surveillance et de contrôle compétentes auront intérêt à recevoir des informations de T2S pour pouvoir exercer leurs missions de régulation conformément aux règles statutaires les concernant. Jusqu'à présent, les autorités compétentes ont toutes soutenu l'idée d'un cadre de coopération régissant les services T2S. Le cadre de coopération actuellement en cours d'examen ne modifierait ni les pouvoirs statutaires des différentes autorités sur les systèmes domestiques en vertu des règles nationales, ni l'exercice de ces pouvoirs. Les parties prenantes de T2S seront informées dès que le cadre de coopération aura été approuvé. Toutes les autorités compétentes ont jugé qu'il était nécessaire d'effectuer un examen préliminaire de l'architecture de T2S du point de vue de la surveillance durant la phase de développement.

4.4 AUTRES ACTIVITÉS

En novembre 2009, l'Eurosystème a publié pour la première fois un rapport de surveillance³⁴. Par cette nouvelle publication, l'Eurosystème vise à informer les autorités publiques, les gestionnaires d'infrastructures de marché et leurs participants ainsi que le grand public, sur les résultats de sa fonction de surveillance et sur son évaluation de la sécurité et de la solidité des infrastructures de paiement, de compensation et de règlement-livraison de la zone euro.

Ce rapport fournit une vue d'ensemble du cadre institutionnel, des normes et exigences de l'Eurosystème en matière de surveillance, ainsi que des dispositions pratiques pour la conduite de la surveillance des systèmes et de la coopération, qui constituent le fondement de la fonction de surveillance de l'Eurosystème. En outre, il fournit des informations sur les activités de surveillance de l'Eurosystème au cours de l'année 2008, ainsi que sur les principales évolutions observées en 2009. Enfin, il expose les futures priorités de l'Eurosystème dans le domaine de la surveillance.

La BCE a publié un glossaire de termes relatifs aux systèmes de paiement, de compensation et de règlement-livraison de titres. Ces termes sont définis dans un style convivial afin d'en promouvoir l'acceptation par les intervenants de marché et le grand public. Le glossaire a pour objectif d'assurer la cohérence des termes utilisés dans les publications produites au sein du SEBC et peut également servir de référence pour d'autres institutions de l'UE. Il a été élaboré par un comité d'experts et a fait l'objet d'une consultation publique d'une durée de trois mois. L'ensemble des commentaires reçus ont été publiés sur le site internet de la BCE.

En 2009, l'Autorité monétaire de Hong-Kong a procédé à l'évaluation du système Euro CHATS. Les résultats de cette évaluation sont globalement positifs, le système affichant un degré élevé de conformité à l'ensemble des Principes fondamentaux concernés. L'Eurosystème est très attaché à la sécurité des procédures de règlement des systèmes extraterritoriaux traitant des paiements en euros, comme Euro CHATS. En vertu des principes de surveillance coopérative internationale, l'Autorité monétaire de Hong-Kong a consulté et partagé des informations avec la BCE dans le cadre du processus d'évaluation du système Euro CHATS, et la BCE a effectué des commentaires sur le rapport de l'Autorité monétaire de Hong-Kong.

Enfin, la BCE publie tous les ans des données statistiques relatives aux paiements et à la négociation, à la compensation et au règlement-livraison de titres. Les données sont ventilées par pays et, depuis 2007, ne sont plus disponibles que sous forme électronique, à partir du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) sur le site internet de la BCE. Les données relatives à 2008 ont été publiées le 11 septembre 2009.

34 *Eurosystem oversight report 2009*, novembre 2009



Vue intérieure de l'ancienne *Grossmarkthalle*, bâtiment classé (février 2008). Conçue par Martin Elsaesser, la *Grossmarkthalle* était le plus grand espace couvert à structure auto-portante en béton armé du monde lors de son achèvement en 1928.

CHAPITRE 4

LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES

I LES QUESTIONS EUROPÉENNES

En 2009, la BCE a continué d'entretenir des contacts réguliers avec les institutions et instances européennes, en particulier avec le Parlement européen (cf. chapitre 5), l'Eurogroupe, le Conseil Ecofin et la Commission européenne. Le président de la BCE a régulièrement participé aux réunions de l'Eurogroupe, de même qu'à celles du Conseil Ecofin lorsque des questions relatives aux objectifs et aux tâches du SEBC y étaient examinées. Le président de la BCE a par ailleurs été invité à participer aux réunions du Conseil européen lorsque des questions relatives à la crise économique et financière y étaient abordées. Le président de l'Eurogroupe et le Commissaire aux Affaires économiques et monétaires ont assisté à des réunions du Conseil des gouverneurs lorsqu'ils le jugeaient opportun.

I.1 LES QUESTIONS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

LA RÉACTION DE L'UE À LA CRISE FINANCIÈRE

La crise économique et financière a continué de dominer l'agenda de la politique économique européenne en 2009. Les organes de l'UE et les États membres ont poursuivi la mise en œuvre du plan européen pour la relance économique approuvé par le Conseil européen en décembre 2008. La BCE a contribué à l'élaboration de plusieurs mesures de soutien du secteur financier, par exemple en formulant des recommandations relatives aux garanties publiques sur la dette bancaire et à la tarification des mesures de recapitalisation, ainsi que des principes directeurs relatifs aux dispositifs de soutien des actifs bancaires.

Proposant une réaction à plus long terme et structurelle à la crise, le groupe de haut niveau sur la surveillance financière dans l'UE, présidé par Jacques de Larosière, a présenté son rapport le 25 février 2009, soumettant des propositions et des recommandations de nouvel agenda réglementaire, de renforcement de la coordination de la surveillance et de procédures efficaces de gestion des crises.

Les recommandations formulées par le rapport, de même que la communication de la Commission européenne du 27 mai 2009 sur la surveillance financière en Europe et les conclusions du Conseil Ecofin du 9 juin 2009, ont été prises en considération par le Conseil européen. Lors de sa réunion des 18 et 19 juin 2009, le Conseil européen est parvenu à un accord sur un certain nombre de questions liées à la mise en place d'une nouvelle architecture de surveillance financière pour l'UE. Plus particulièrement, le Conseil européen a exprimé son soutien à la création d'un Comité européen du risque systémique (CERS), qui suivra et évaluera les menaces potentielles qui pèsent sur la stabilité du système financier et, au besoin, émettra des avertissements et des recommandations quant aux mesures à prendre et en supervisera la mise en œuvre. Les conclusions adoptées par le Conseil Ecofin du 9 juin 2009 précisent que la BCE devrait fournir un soutien analytique, statistique, administratif et logistique au CERS, en s'appuyant également sur des avis techniques des BCN et des autorités de surveillance. Pour garantir la responsabilité, le CERS devrait faire rapport au Conseil de l'UE et au Parlement européen au moins deux fois par an, voire plus souvent si nécessaire.

Le Conseil européen a également recommandé la mise en place d'un Système européen des superviseurs financiers (SESF). L'objectif du SESF est de rehausser la qualité et la cohérence de la surveillance nationale et de renforcer le contrôle des groupes transfrontaliers en créant des collèges d'autorités de surveillance et en établissant un règlement uniforme applicable à toutes les institutions financières du Marché unique. Le Conseil européen a également convenu que le SESF devrait disposer de pouvoirs de décision contraignants et proportionnés lorsqu'il évalue le respect du règlement uniforme et de la législation européenne concernée par les autorités de surveillance, ainsi qu'en cas de désaccord entre les autorités de surveillance de l'État d'origine et de l'État hôte, y compris au sein des collèges des autorités de surveillance.

Dans le même temps, les décisions du SESF ne devraient empiéter d'aucune manière sur les compétences budgétaires des États membres.

Compte tenu des conclusions du Conseil européen, la Commission européenne a adopté le 23 septembre 2009 un paquet de propositions législatives visant à renforcer la surveillance financière dans l'UE, qui sont actuellement examinées par le Parlement européen et le Conseil de l'UE. Lors de sa réunion du 20 octobre 2009, le Conseil Ecofin est parvenu à un large accord sur la teneur des propositions liées à la création du CERS. La BCE a été consultée quant à ces propositions et a adopté, le 26 octobre 2009, un avis sur les propositions d'actes juridiques liés à l'institution du CERS¹. Une approche générale des propositions de règlements créant les nouvelles autorités européennes de surveillance microprudentielle a été approuvée par le Conseil Ecofin le 2 décembre 2009. La BCE a adopté un avis sur ces propositions le 8 janvier 2010². Pour une explication plus approfondie des propositions législatives, de l'organisation institutionnelle du CERS et du rôle de la BCE dans ce nouveau cadre de surveillance, cf. encadré 8.

Enfin, en date du 18 mai 2009, le Conseil Ecofin a approuvé un nouveau doublement du plafond des prêts prévu dans le règlement établissant un mécanisme de soutien financier à moyen terme des balances des paiements des États membres, le portant à 50 milliards d'euros, alors qu'il avait déjà été relevé, de 12 à 25 milliards, en 2008.

LE PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

En avril 2009, le Conseil Ecofin est parvenu à la conclusion que quatre États membres de la zone euro, c'est-à-dire l'Irlande, la Grèce, l'Espagne et la France, de même qu'un pays extérieur à la zone euro, à savoir le Royaume-Uni, se trouvaient en situation de déficit excessif et a préconisé qu'il soit remédié à cette situation. En juillet, le Conseil a estimé que Malte, dans la zone euro, ainsi que la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie, hors de la zone euro, étaient confrontés à un déficit excessif et a émis des recommandations en vue d'un retour

à l'équilibre. En décembre, huit autres États membres de la zone euro, à savoir la Belgique, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie et la Slovaquie, de même que la République tchèque à l'extérieur de la zone euro, ont été jugés en situation de déficit excessif et le Conseil Ecofin a émis des recommandations afin de résorber ces déficits. Fin 2009, vingt États membres de l'UE au total, dont treize pays membres de la zone euro, étaient confrontés à un déficit excessif.

S'agissant des procédures de déficit excessif en cours, le Conseil Ecofin a estimé en juillet que la Hongrie avait mené une action suivie d'effets afin de réduire son déficit excessif conformément aux recommandations qu'il avait formulées précédemment. Considérant que des événements économiques négatifs et inattendus ayant sévèrement affecté les finances publiques étaient survenus après l'adoption de sa recommandation, le Conseil a décidé d'adopter une recommandation révisée en vertu de l'article 104 (7) du traité instituant la Communauté européenne³ visant à postposer de deux ans la date butoir pour la résorption du déficit excessif de la Hongrie. En décembre 2009, le Conseil a adopté des décisions similaires concernant les procédures en cours vis-à-vis de l'Irlande, de l'Espagne, de la France et du Royaume-Uni, différant d'un an les dates limites pour la résorption des déficits excessifs de ces pays. Parallèlement, le Conseil Ecofin a estimé que la Grèce n'avait pas mené d'action suivie d'effets en réponse aux recommandations qu'il avait formulées à son égard en avril 2009 conformément à l'article 104 (8) du traité instituant la Communauté européenne⁴.

Les orientations de politique budgétaire adoptées en juin 2009 par les ministres des Finances de la zone euro ont reconnu que le Pacte de stabilité et de croissance fournissait le cadre

1 CON/2009/88

2 CON/2010/5

3 Article 126 (7) du traité sur le fonctionnement de l'UE

4 Article 126 (8) du traité sur le fonctionnement de l'UE.
La section 2.5 du chapitre 1 fournit de plus amples informations sur le sujet.

approprié pour la conduite et la coordination des politiques budgétaires. Les gouvernements se sont engagés à mettre en place des stratégies budgétaires de sortie solides et à moyen terme permettant de corriger en temps opportun les déficits excessifs.

En octobre 2009, le Conseil Ecofin a publié ses conclusions relatives aux stratégies budgétaires de sortie. Dans la perspective d'une reprise qui se renforce et s'auto-alimente, il a préconisé que la consolidation des finances publiques soit amorcée au plus tard dès 2011 dans tous les États membres de l'UE, précisant que certains pays devraient commencer plus tôt. En outre, il a estimé que le rythme de la consolidation budgétaire devrait, en termes structurels, largement dépasser le taux de référence fixé à 0,5 % du PIB par an dans la plupart des États membres. Le Conseil Ecofin a par ailleurs plaidé en faveur d'un renforcement des stratégies budgétaires de sortie par des mesures visant à étayer les cadres budgétaires nationaux et à assurer la soutenabilité à long terme et d'une coordination à l'échelle des pays soumis au pacte.

En juillet 2009, Eurostat a publié une décision sur l'enregistrement statistique des interventions publiques destinées à soutenir les institutions et les marchés financiers durant la crise, accompagnée d'une note technique sur le sujet. En vertu de cette décision, dans le contexte de la procédure de déficit excessif, Eurostat enregistrera et publiera désormais à intervalles réguliers des informations sur l'incidence de ces interventions sur le déficit et la dette publics, ainsi que sur les engagements conditionnels.

En novembre 2009, le Conseil Ecofin a rendu ses conclusions concernant le rapport que la Commission européenne a publié en 2009 sur la soutenabilité des finances publiques dans les pays membres de l'UE. D'après ce rapport, treize États membres de l'UE présentent un risque élevé quant à la soutenabilité de leurs finances publiques (l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, Chypre, Malte, les Pays-Bas, la Slovaquie, la Slové-

nie, la République tchèque, la Lettonie, la Lituanie, la Roumanie et le Royaume-Uni, à l'extérieur de la zone euro), tandis que neuf pays présentent un risque modéré (la Belgique, l'Allemagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, l'Autriche et le Portugal, dans la zone euro; de même que la Hongrie et la Pologne, hors de la zone euro). La Finlande est le seul État membre de la zone euro à présenter un risque faible quant à la soutenabilité de ses finances publiques. En comparaison de l'édition 2006 de ce rapport, dix pays ont été déplacés vers une catégorie de risque supérieur (tel est le cas de l'Irlande, de l'Espagne, de la Lettonie, de la Lituanie, de Malte, des Pays-Bas, de l'Autriche, de la Pologne, de la Slovaquie et du Royaume-Uni), essentiellement du fait de la détérioration de leurs positions budgétaires actuelles. Nonobstant le degré d'incertitude plus élevé que d'ordinaire qui entoure les positions budgétaires structurelles et les projections budgétaires à long terme en raison de la crise économique et financière, le Conseil Ecofin est parvenu à la conclusion que la détérioration des finances publiques liée à la crise compliquait considérablement les défis à relever en matière de soutenabilité. Le Conseil a dès lors préconisé à cette fin que soit mise en œuvre avec détermination la stratégie en trois volets adoptée lors du Conseil européen de 2001 à Stockholm et qui prévoit: 1) la réduction du déficit et de la dette, 2) l'augmentation des taux d'emploi et 3) la réforme des systèmes de protection sociale.

DE LA STRATÉGIE DE LISBONNE À LA STRATÉGIE 2020 DE L'UE

La stratégie de Lisbonne, vaste programme de réformes économiques, sociales et environnementales de l'UE, a entamé en 2009 la deuxième année du cycle politique 2008-2010.

Au printemps 2009, le Conseil européen a entériné les lignes directrices intégrées existantes et a approuvé les recommandations spécifiques à chaque pays relatives aux politiques économiques et en matière d'emploi des États membres. Il a également plaidé en faveur de la mise en œuvre rapide de ces recommandations

et a insisté sur la contribution que des réformes structurelles pourraient apporter en vue de contrer les effets de la crise économique.

En octobre 2009, les États membres ont soumis les rapports qu'ils avaient établis concernant la mise en application de leurs programmes de réforme nationaux. Ces rapports font état des progrès accomplis par les États membres dans la mise en pratique de leurs stratégies de réformes structurelles. Parmi ces dernières figurent des mesures visant à garantir la soutenabilité et la qualité des finances publiques, à améliorer la réglementation des entreprises, à investir dans la recherche, le développement et l'innovation, à stimuler la participation au marché du travail et la flexibilité de celui-ci. En décembre 2009, le Conseil Ecofin a adopté les conclusions relatives à la stratégie d'après Lisbonne, c'est-à-dire la stratégie 2020 de l'UE, tout en plaidant en faveur d'une organisation plus efficace de la surveillance des réformes structurelles tant au niveau national qu'au niveau communautaire, en recourant à tous les instruments du Traité disponibles, et a invité la Commission européenne à formuler des propositions préalablement à l'adoption d'une nouvelle stratégie. En réaction, la Commission européenne a lancé une consultation publique en novembre 2009 préalablement à la formulation, début 2010, de propositions concrètes concernant la nouvelle stratégie 2020 de l'UE.

L'Eurosystème a souligné à maintes reprises l'importance de la mise en œuvre de réformes structurelles axées sur la stimulation de la croissance et de l'emploi, sur le maintien de positions budgétaires saines et soutenables et sur l'amélioration du rendement des dépenses et recettes publiques. En particulier, les États membres de la zone euro devraient continuer à mettre en œuvre des mesures de réforme d'ensemble visant à favoriser un fonctionnement sans heurts de l'UEM et à éviter la création de déséquilibres. La BCE a contribué activement à la discussion relative à la stratégie 2020 de l'UE et entend poursuivre de la sorte en 2010.

AUTRES POLITIQUES DE L'UE

La BCE continue à suivre les évolutions enregistrées au niveau de l'UE dans les domaines de l'énergie et des changements climatiques, compte tenu de l'influence de ces domaines sur l'économie dans son ensemble et sur l'évolution des prix en particulier.

1.2 LES QUESTIONS INSTITUTIONNELLES

En juin 2009, les citoyens de l'UE ont élu un nouveau Parlement européen, qui a tenu sa session inaugurale le 14 juillet 2009. Le premier président permanent du Conseil européen, Herman van Rompuy, et le nouveau haut représentant de l'Union pour les affaires étrangères et la politique de sécurité, Catherine Ashton, ont pris leur fonction le 1^{er} décembre 2009, à l'occasion de l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne. L'année 2010 a également vu la désignation d'une nouvelle Commission européenne, placée sous la présidence de José Manuel Barroso, désigné pour un deuxième mandat par les chefs d'État et de gouvernement. Après avoir reçu l'approbation du Parlement européen, le nouveau collège des commissaires est entré en fonction le 10 février 2010 et le restera jusqu'au 31 octobre 2014.

LE TRAITÉ DE LISBONNE

À la suite de sa ratification par les derniers États membres de l'UE en 2009, le traité de Lisbonne est entré en vigueur le 1^{er} décembre 2009. La BCE salue l'heureuse conclusion du processus de ratification.

Le traité de Lisbonne n'apporte aucune modification fondamentale aux dispositions du traité sur l'UEM. S'agissant des modifications particulièrement pertinentes pour le SEBC/l'Eurosystème, le Traité renforce son mandat en faisant de son objectif principal, le maintien de la stabilité des prix, un objectif de l'UE.

En outre, la BCE, qui était à l'origine un organe communautaire *sui generis*, devient une

institution de l'Union. Si cette disposition a été introduite dans le but d'accroître la transparence du cadre institutionnel de l'UE, elle n'entraîne aucune conséquence opérationnelle significative pour la BCE ou pour le SEBC/l'Eurosystème. L'essentiel est que la BCE conserve toutes ses caractéristiques institutionnelles, y compris son indépendance, ses pouvoirs en matière de réglementation et sa personnalité juridique. Le traité de Lisbonne renforce l'indépendance de la BCE en inscrivant explicitement son indépendance financière dans le droit primaire.

Par ailleurs, les termes «euro», «Eurosystème» et «Eurogroupe» sont mentionnés formellement pour la première fois dans le droit primaire communautaire⁵. Les statuts du SEBC ont également été adaptés en conséquence. Une autre réforme concerne les membres du directoire de la BCE, qui seront désormais nommés par le Conseil européen à l'issue d'un vote à la majorité qualifiée, ce qui permettra d'aligner la procédure de nomination sur celles d'autres postes-clés de l'UE, tel le président du Conseil européen. Seuls les représentants des États membres de la zone euro pourront s'exprimer sur ces nominations.

1.3 LES ÉVOLUTIONS DANS LES PAYS CANDIDATS ET LES RELATIONS AVEC CEUX-CI

La BCE a poursuivi le dialogue avec les banques centrales des pays candidats à l'adhésion lors de réunions bilatérales et dans le cadre institutionnel global du processus d'élargissement mis en place par l'UE.

Les négociations d'adhésion avec la Croatie ont été ouvertes en octobre 2005. La négociation sur les chapitres individuels de l'acquis communautaire a démarré en juin 2006 et a continué de progresser en 2009. À la fin de l'année, la négociation avait démarré sur vingt-huit chapitres et était provisoirement terminée sur quinze. La BCE a poursuivi ses relations bilatérales fructueuses avec la Banque nationale de Croatie, par exemple dans le cadre du dialogue politique de haut niveau.

Après avoir ouvert les négociations d'adhésion avec la Turquie en octobre 2005, la Commission européenne a entamé la négociation sur les chapitres individuels de l'acquis communautaire et a clôturé provisoirement un chapitre en juin 2006. En décembre 2006, le Conseil européen a décidé, en raison de l'absence de progrès dans l'extension de l'union douanière aux États membres de l'UE, de suspendre les pourparlers sur huit des trente-cinq chapitres et de ne clôturer aucun autre chapitre. Fin 2009, la négociation avait démarré sur douze chapitres et était provisoirement terminée sur un chapitre. La BCE a poursuivi son dialogue de haut niveau, entamé de longue date, avec la Banque centrale de la République de Turquie.

L'ancienne république yougoslave de Macédoine a obtenu le statut de pays candidat en 2005. En octobre 2009, la Commission européenne a recommandé l'ouverture des négociations d'adhésion, même si le Conseil européen ne reconsidérera pas la question avant mars 2010. Les contacts entre le personnel de la BCE et celui de la Banque nationale de la République de Macédoine sont demeurés assidus.

En octobre 2009, la BCE a accueilli une conférence économique régionale sur l'Europe émergente, qui s'est concentrée sur l'incidence de la crise économique et financière mondiale sur les pays non membres de l'UE. En dépit du degré élevé d'hétérogénéité que présente cette région, quelques tendances communes ont pu être dégagées. D'une manière générale, la région a fortement souffert de la crise, dans la mesure où les pays présentant des vulnérabilités internes et externes ont été affectés très sévèrement. Même si une crise systémique a été évitée jusqu'à présent, des vulnérabilités et des risques persistent, étant donné que la plupart des pays sont confrontés à un sérieux besoin de réforme structurelle.

5 Pour plus de précisions sur les réformes institutionnelles introduites par le traité de Lisbonne, voir l'article intitulé *Les relations de la BCE avec les institutions et organes de l'Union européenne: tendances et perspectives* du *Bulletin mensuel* de la BCE de janvier 2010

2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES

2.1 LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DU SYSTÈME MONÉTAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL

LA SURVEILLANCE DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE

Compte tenu de l'intensité de l'intégration économique et financière, l'environnement économique mondial revêt une importance capitale pour la conduite de la politique économique dans la zone euro. Par conséquent, l'Eurosystème suit attentivement et analyse les politiques macroéconomiques et les évolutions sous-jacentes dans les pays hors zone euro. La BCE joue en outre un rôle majeur dans le processus de surveillance multilatérale des politiques macroéconomiques au niveau international, qui s'effectue principalement lors des réunions d'organisations internationales, telles que la BRI, le FMI et l'OCDE, ainsi qu'au sein d'autres instances comme les réunions des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G7 et, de plus en plus, du G20.

En 2009, l'environnement économique international s'est caractérisé par une stabilisation progressive de l'activité économique mondiale. Les déséquilibres externes notables, considérés comme symptomatiques de l'aggravation des risques systémiques pesant sur l'économie mondiale, se sont resserrés dans le courant de l'année, même s'ils sont demeurés substantiels et si leur diminution semble avoir largement résulté de facteurs temporaires. Le déficit de la balance courante américaine s'est réduit, revenant de 4,9 % du PIB en 2008 à 2,9 % du PIB en 2009, soit la moitié du niveau qu'il affichait en 2006 (l'année au cours de laquelle ont été observés les déséquilibres les plus importants en termes absolus), tandis que l'excédent du Japon est demeuré proche de 3 % du PIB ces deux années. Le surplus enregistré par le commerce de biens en Chine a également amorcé un recul, revenant de quelque 10 % du PIB en 2006 à moins de 6 % en 2009. Comme les années précédentes, la balance courante de la zone euro était proche de l'équilibre en 2009.

Toutefois, la résorption des déséquilibres mondiaux a largement reflété l'influence de facteurs cycliques et temporaires liés à la crise, tels que le désendettement mondial, la baisse de la demande du secteur privé, le recul des prix du pétrole et les corrections des prix des actifs financiers, plutôt que de facteurs structurels.

S'agissant des facteurs structurels liés aux déséquilibres mondiaux, le besoin net de financement des ménages américains a été l'un des principaux éléments à l'origine du creusement du déficit de la balance courante des États-Unis au cours des années qui ont précédé la crise. Du début des années 2000 à l'été 2007, les entrées au titre des placements de portefeuille – essentiellement en provenance d'investisseurs privés – ont entièrement compensé le déficit commercial américain. Ces entrées, principalement dans les titres de créance des administrations publiques, ont fortement progressé à la suite de l'intensification de la crise fin 2008, avant de se modérer à partir de mars 2009 lorsque, à l'échelle mondiale, les investisseurs ont marqué une appétence accrue pour le risque, tandis que le besoin net de financement des ménages américains a considérablement reculé entre juillet 2007 et août 2009. Parallèlement, l'existence d'un dispositif de protection sociale limité et d'un système financier peu développé dans les pays émergents d'Asie a continué à encourager l'épargne massive de ces économies à l'étranger, tandis que ces pays sont demeurés largement orientés vers les exportations.

En dépit des signes encourageants de stabilisation et de reprise, plusieurs pays ont encore bénéficié d'une assistance du FMI en 2009 (cf. la section ci-après consacrée à l'architecture financière internationale). Les principales banques centrales ont continué à fournir des liquidités aux banques centrales des autres pays dans le but de faciliter le fonctionnement des marchés monétaires dans les économies émergentes. Dans le cadre de ce type d'assistance, les lignes de *swaps* de devises mises en place avec les banques centrales de quatre grandes économies présentant une importance systémique considérable ont été étendues.

À plusieurs reprises en 2009, l'Eurosystème a insisté sur les risques et les distorsions qui résulteraient de la résurgence des déséquilibres mondiaux et a encouragé au rééquilibrage de la structure de la demande mondiale. En particulier, l'Eurosystème a appelé à maintes occasions à l'élaboration de politiques ayant pour objectif d'accroître l'épargne publique et privée dans les pays dont la balance des transactions courantes est en déficit, à la poursuite de la mise en œuvre de réformes structurelles dans les économies avancées ayant un potentiel de croissance relativement faible, à l'adoption de mesures en vue d'accroître la demande intérieure dans les économies émergentes, à l'amélioration de l'allocation des capitaux dans ces pays et, plus généralement, à une meilleure appréciation des risques. Dans le contexte des réflexions actuelles portant sur l'optimisation de l'architecture financière internationale (cf. ci-après), l'Eurosystème a souligné qu'une telle amélioration devait non seulement consolider la discipline sur les marchés financiers mais aussi promouvoir la discipline macroéconomique. Un cadre de surveillance économique multilatéral renforcé devrait permettre d'assurer que les politiques économiques, essentiellement dans les pays ayant un poids important du point de vue systémique, soient soutenables et fondées sur la stabilité. Les dirigeants des pays membres du G20 ont également appelé de leurs vœux un rééquilibrage de l'économie mondiale, comme en atteste le communiqué sur un « cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée » établi à Pittsburgh.

Enfin, la zone euro elle-même a fait l'objet d'exercices de surveillance internationale. En 2009, le FMI a procédé à un examen régulier des politiques monétaire, financière et économique de la zone euro, en plus de son analyse des pays de la zone euro pris individuellement. Les consultations au titre de l'article IV du FMI ont été l'occasion de discussions fructueuses entre le FMI et la BCE, la présidence de l'Eurogroupe et la Commission européenne. À la suite de ces discussions, le FMI a rédigé un rapport d'évaluation des politiques de la zone euro⁶.

L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

La crise financière mondiale a conduit à un vaste débat sur l'organisation et le fonctionnement du système monétaire et financier international. Après leur premier sommet consacré aux marchés financiers et à l'économie mondiale, qui s'est tenu à Washington, D.C. en novembre 2008, les chefs d'État et de gouvernement des pays membres du G20 ont tenu leur deuxième réunion à Londres en avril 2009. Ils ont une nouvelle fois appelé à l'adoption de mesures dans les domaines de la réglementation financière et de la politique macroéconomique et ont exprimé leur volonté de promouvoir le libre-échange et l'ouverture des marchés. Les dirigeants des pays membres du G20 se sont également accordés sur la création d'un nouveau *Financial Stability Board* (Conseil de stabilité financière) doté d'un mandat renforcé et d'une composition élargie pour succéder au *Financial Stability Forum* (Forum de stabilité financière). Ils ont par ailleurs décidé de revoir le cadre réglementaire financier afin de tenir compte de la procyclicité des exigences de fonds propres et des risques macroprudentiels et d'étendre la réglementation financière à l'ensemble des institutions, des instruments et des marchés financiers d'importance systémique. En outre, ils ont convenu d'un agenda concernant le financement et la réforme des institutions financières internationales. Lors du sommet de Pittsburgh en septembre 2009, les dirigeants des pays du G20 ont passé en revue les progrès accomplis dans la mise en œuvre des engagements pris précédemment et ont réitéré leur soutien en faveur de la coopération internationale dans la gestion des défis politiques mondiaux. Soulignant le rôle que le G20 a joué dans la définition des réponses à apporter à la crise financière mondiale, les chefs d'État et de gouvernement ont défini celui-ci comme étant « le premier forum pour notre coopération économique internationale ». Le G20 a également lancé un « cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée », dont le but est de favoriser la transition d'une

⁶ *Euro area policies: 2009 Article IV consultation – staff report* (Rapport des services du FMI sur les politiques de la zone euro), FMI, août 2009

situation de réaction à la crise vers une croissance mondiale forte, durable et équilibrée, ainsi que de remédier aux déséquilibres mondiaux qui ont concouru à la crise financière. Le cadre prévoit un processus d'évaluation mutuel qui vise à apprécier la compatibilité des politiques nationales et régionales et des cadres politiques des membres du G20 et leur cohérence avec l'objectif fixé afin de parvenir à une croissance forte, durable et équilibrée. En matière de réglementation financière, le G20 a identifié quatre domaines d'action prioritaires assortis chacun d'objectifs et de dates butoirs différents : 1) constitution de capitaux de grande qualité et atténuation de la procyclicité, 2) réforme des pratiques de rémunération en faveur de la stabilité financière, 3) amélioration des marchés de gré à gré de produits dérivés et 4) traitement du problème des règlements transfrontaliers et des institutions financières d'importance systémique.

Étant donné que les prêts accordés par le FMI ont considérablement augmenté après l'éclatement de la crise financière internationale, les discussions quant au niveau approprié des ressources du FMI se sont intensifiées. Lors du sommet qui s'est tenu à Londres le 2 avril 2009, le G20 a convenu d'augmenter au total de 1 100 milliards de dollars les ressources mises à la disposition des institutions financières internationales. Il s'est également engagé à tripler les ressources du FMI, les portant de 250 milliards de dollars avant la crise à 750 milliards de dollars, et à apporter son concours à une nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux (DTS) pour un montant de 250 milliards de dollars. Le G20 a également appelé à une ratification rapide du quatrième amendement des statuts du FMI ainsi que de la réforme des quotes-parts et des voix convenue en 2008.

À l'automne 2009, les engagements bilatéraux de plusieurs États membres envers le FMI, y compris ceux de pays membres de l'UE⁷ totalisant quelque 175 milliards de dollars des États-Unis, avaient atteint l'objectif de 500 milliards de dollars, sous la forme d'accords de crédit, d'achats d'obligations du

FMI ou de promesses directes en vue d'étendre et de réformer le système des nouveaux accords d'emprunt (*New Arrangements to Borrow* ou NAB)⁸. Insistant sur le fait que le FMI devrait continuer de fonctionner selon un système de quotes-parts, ses membres ont également décidé que l'ampleur et la composition appropriées des ressources du Fonds, à savoir l'équilibre entre les ressources définies selon les quotes-parts et les ressources empruntées, devraient faire l'objet d'un examen dans un avenir proche, à l'occasion soit de la prochaine révision des quotes-parts (avancée de janvier 2013 à janvier 2011) soit de la révision des NAB. Conformément à la vaste réforme des quotes-parts et des voix convenue en 2008, un objectif-clé de la prochaine révision des quotes-parts sera d'harmoniser davantage ces dernières avec le poids relatif des membres et leur rôle dans l'économie mondiale. Lors de son sommet de Pittsburgh, le G20 s'est engagé à transférer « au moins 5% des quotes-parts du FMI des pays surreprésentés aux pays émergents et en développement dynamiques sous-représentés ». Les membres du G20 se sont également accordés sur la nécessité d'examiner des questions telles que la taille et la composition du Conseil d'administration du FMI, les moyens d'accroître l'efficacité de cet organe ainsi que l'implication des gouverneurs dans la surveillance stratégique effectuée par le FMI. L'allocation générale de DTS pour un montant de 250 milliards de dollars a été lancée le 28 août 2009, tandis que l'allocation spéciale de DTS pour un montant de 32 milliards de dollars a eu lieu le 9 septembre 2009, après l'approbation par les États-Unis du quatrième amendement des statuts du FMI attendue depuis 1997. À la suite des deux allocations totalisant

7 Le Conseil européen des 19 et 20 mars 2009 a annoncé que les États membres étaient disposés à apporter rapidement et à titre temporaire un soutien à la capacité de financement du FMI sous la forme d'un prêt d'un montant total de 75 milliards d'euros. Lors de sa réunion du 2 septembre 2009, le Conseil Ecofin a porté la contribution agrégée de l'UE à 125 milliards d'euros (soit quelque 175 milliards de dollars des États-Unis selon le taux de change en vigueur à cette date).

8 Accords de crédit conclus entre le FMI et un groupe d'États membres et d'institutions dont le but est de fournir des ressources supplémentaires au FMI en vue d'anticiper ou de résoudre toute déficience du système monétaire international ou de faire face à une situation exceptionnelle représentant une menace pour la stabilité de ce système

282 milliards de dollars, l'encours de DTS a presque décuplé, avoisinant 316 milliards de dollars. Les allocations de l'ensemble des pays de la zone euro se sont élevées à 47 milliards de DTS (soit environ 74 milliards de dollars).

En réaction à la crise financière, le FMI a notamment entrepris en mars 2009 une réforme en profondeur de sa panoplie de prêts. Parmi les modifications principales figurent 1) l'introduction d'une nouvelle ligne de crédit modulable (*Flexible Credit Line*) destinée aux pays présentant des fondamentaux particulièrement solides, mettant en œuvre une politique économique très saine et obtenant de bons résultats en la matière, 2) le doublement de l'accès des pays membres aux ressources du Fonds, 3) la simplification de la conditionnalité, y compris la suppression de critères structurels sévères en matière de performances imposés par des programmes supportés par le Fonds, 4) la simplification des procédures dites d'accès exceptionnel pouvant être utilisées préventivement par les membres emprunteurs et 5) la simplification des structures de coûts et de maturités, de même que la suppression de certaines facilités rarement utilisées, comme la facilité de réserve supplémentaire.

Le recours aux ressources du Fonds est demeuré significatif en 2009. Dans le cadre de programmes de confirmation ordinaires, des accords ont été conclus entre autres avec la Roumanie, la Serbie, la Bosnie-Herzégovine, le Sri Lanka et le Belarus. Dans le contexte des nouvelles facilités, les participations du Mexique, de la Pologne et de la Colombie à la ligne de crédit modulable ont été approuvées, tandis que plusieurs économies d'Amérique centrale (le Costa Rica, le Salvador et le Guatemala) ainsi que le Gabon ont conclu des accords de précaution d'accès exceptionnel.

Courant 2009, le FMI s'est appliqué à améliorer la surveillance des aspects macrofinanciers et financiers. Le G20 a chargé le FMI et le *Financial Stability Board* nouvellement constitué de mener ensemble un exercice d'alerte précoce visant à identifier les principales vulnérabilités

macrofinancières. De plus, le programme d'évaluation du système financier (*Financial Sector Assessment Program* ou FSAP), un programme conjoint de la Banque mondiale et du FMI, a fait l'objet d'une refonte dans le but d'accroître son efficacité et de permettre une meilleure intégration de ses conclusions dans la surveillance bilatérale. Le FSAP remplit un rôle double en ce sens qu'il évalue à la fois la stabilité financière et les besoins en termes de développement. Eu égard aux changements ayant affecté l'environnement mondial depuis octobre 2008, le FMI a également revu sa déclaration des priorités de la surveillance, qui guide ses activités jusqu'en 2011. Si les priorités économiques incluent toujours le renforcement du système financier mondial, elles se concentrent désormais aussi sur l'abandon progressif des mesures prises en réponse à la crise dans le but de garantir une reprise durable et sur le rééquilibrage de la demande mondiale afin de soutenir la croissance mondiale tout en restant attentif aux déséquilibres. À l'avenir, le FMI est appelé à remplir un nouveau rôle, à savoir contribuer, en procédant à des analyses, à la procédure d'évaluation mutuelle du G20 au titre du nouveau « cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée ». Enfin, compte tenu du besoin du FMI d'étendre le champ de sa surveillance, le mandat du FMI est en cours de révision et devrait à terme couvrir la totalité des politiques des secteurs macroéconomique et financier qui affectent la stabilité mondiale.

La communauté financière internationale a également continué à promouvoir les mécanismes de prévention et de résolution ordonnée des crises. Dans ce contexte, les débiteurs souverains et leurs créanciers et investisseurs privés ont réalisé de nouvelles avancées en appliquant les principes pour une stabilité des flux de capitaux et une restructuration équitable de la dette dans les pays émergents, qui avaient été approuvés par les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays membres du G20 en 2004. Axés vers les marchés et appliqués sur une base volontaire, ces principes ont pour but de fournir des lignes directrices en matière de partage d'informations, de dialogue et

de coopération étroite. Un nombre croissant d'institutions financières et de pays émetteurs se sont dits favorables à ces principes et ont exprimé leur volonté particulière de promouvoir leur mise en œuvre. Lors de sa dernière réunion, qui s'est tenue à Istanbul en octobre 2009, le *Group of Trustees* réunissant de hauts responsables de la finance mondiale, constitué afin de piloter l'application des principes, a passé en revue les progrès réalisés dans le cadre de l'architecture financière internationale et a donné les orientations futures.

2.2 LA COOPÉRATION AVEC DES PAYS HORS UE

Comme les années précédentes, l'Eurosystème a organisé des séminaires et des ateliers avec les banques centrales de pays non membres de l'UE. De plus, l'assistance technique fournie par l'Eurosystème est demeurée un outil important afin de renforcer la capacité administrative des banques centrales situées hors de l'UE, des régions voisines de l'UE en particulier, et de favoriser le respect des normes européennes et internationales. La BCE a en outre participé activement au côté de la Commission européenne au dialogue macroéconomique de l'UE avec d'importantes économies de marché émergentes (p. ex. la Russie, l'Inde et l'Égypte) et les pays voisins de l'UE.

La BCE a poursuivi le renforcement de ses relations avec les pays des Balkans occidentaux. Le 1^{er} septembre 2008, la BCE et dix-sept BCN de l'UE⁹ ont débuté un programme d'assistance technique de neuf mois avec la Banque nationale de Serbie. Financé par l'Agence européenne pour la reconstruction, le programme a fourni à cette dernière un rapport d'évaluation des besoins en vue d'identifier les domaines relevant de la compétence des banques centrales dans lesquels elle devra réaliser des progrès pour préparer son adhésion à l'UE¹⁰. Les domaines couverts ont été la surveillance bancaire, l'harmonisation de la législation avec l'acquis communautaire relevant de la compétence de la Banque nationale de Serbie, la libéralisation des mouvements de capitaux, la conduite de la

politique monétaire, le régime de change, les statistiques monétaires, financières et de balance des paiements et la protection des consommateurs de services financiers.

La poursuite de la coopération avec la Banque centrale d'Égypte a conduit au lancement, le 1^{er} janvier 2009, d'un nouveau programme d'une durée de trois ans, financé par la Commission européenne. Il implique des experts de la BCE, de la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie), de la Česká národní banka, de la Deutsche Bundesbank, de la Banque de Grèce, de la Banque de France, de la Banca d'Italia et de la Banca Națională a României. Ce programme a pour objectif de renforcer progressivement la surveillance bancaire en Égypte de manière à parvenir à une mise en conformité avec le cadre de Bâle II, comme le prévoit la stratégie définie par la Banque centrale d'Égypte. Le programme de coopération technique financé par la Commission européenne que la Banque centrale a mis en place avec la Banque de Russie s'est poursuivi en 2009. L'Eurosystème (la BCE en partenariat avec la Deutsche Bundesbank, la Banque de Grèce, le Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Nederlandsche Bank, la Oesterreichische Nationalbank et la Suomen Pankki - Finlands Bank en coopération avec l'autorité finlandaise de surveillance financière) fournit une assistance technique dans les domaines de la surveillance bancaire et de l'audit interne. Dans le premier domaine, l'objectif est d'encourager la mise en œuvre progressive des principes de Bâle II dans le cadre de surveillance bancaire russe, tandis qu'en ce qui concerne le second domaine, l'Eurosystème fournit une assistance relative à l'audit interne et à la gestion des risques, à l'audit informatique et à l'audit de la gestion des réserves

9 Les BCN de Belgique, de Bulgarie, de République tchèque, du Danemark, d'Allemagne, d'Estonie, de Grèce, de France, d'Italie, de Chypre, de Lettonie, de Hongrie, des Pays-Bas, d'Autriche, de Pologne, de Roumanie et du Royaume-Uni

10 En décembre 2008, l'Agence européenne pour la reconstruction a officiellement cessé ses activités et a transféré ses droits et obligations à la Délégation de la Commission européenne (Délégation de l'Union européenne depuis le 1^{er} décembre 2009) en Serbie.

de change. Lancé en 2008, le programme devrait s'achever le 31 décembre 2010.

L'Eurosystème et la Banque de Russie ont tenu leur cinquième séminaire de haut niveau les 11 et 12 mars 2009 à Vienne. Sous les auspices de la Oesterreichische Nationalbank, ce séminaire a réuni les gouverneurs et les hauts représentants de l'Eurosystème et de la Banque de Russie. Il avait pour objectif de renforcer le dialogue et de favoriser les relations entre les deux institutions, qui se sont intensifiées ces dernières années. Les principaux sujets abordés lors du séminaire portaient sur les évolutions macroéconomiques récentes ainsi que sur l'incidence de l'évolution des prix des matières premières sur l'inflation et la stabilité financière en Russie et dans la zone euro.

Le quatrième séminaire de haut niveau réunissant l'Eurosystème et les banques centrales d'Amérique latine, organisé conjointement par la BCE, le Banco de España et la Banco de México, s'est tenu à Mexico City le 23 mars 2009. Les principaux thèmes examinés ont été les implications économiques de la crise financière mondiale et de la hausse puis de la baisse des prix des matières premières, ainsi que les réponses politiques à apporter à ces deux questions.

Les 2 et 3 novembre 2009, la BCE a organisé un atelier en vue de préparer le sixième séminaire de haut niveau avec les banques centrales des pays méditerranéens, qui se tiendra à Chypre en 2010. Les représentants de l'Eurosystème, des banques centrales des pays du Sud et de l'Est méditerranéen partenaires de l'UE, de la Commission européenne et de la Banque européenne d'investissement ont assisté à cet atelier. Les discussions se sont concentrées sur les conséquences de la crise financière mondiale et de la récession qui s'est ensuivie pour les économies et les secteurs financiers des pays méditerranéens et sur les régimes de change qui prévalent dans ces régions.

En 2009, la BCE a également intensifié ses relations avec les autorités chinoises. Le 29 novembre, le président de la BCE,

le président de l'Eurogroupe et le commissaire aux Affaires économiques et monétaires ont rencontré les autorités chinoises à Nanjing. Il s'agit de la deuxième rencontre de ce type entre ces parties et le forum est considéré comme un volet important du dialogue sino-européen. Plusieurs thèmes économiques et financiers y ont été abordés, notamment les politiques de change, et la discussion a contribué à une meilleure compréhension mutuelle des politiques menées dans chaque région. En outre, la BCE a renforcé ses relations avec la Banque populaire de Chine en 2009. Le principal forum de discussions est le groupe de travail conjoint de la BCE et de la Banque populaire de Chine, qui se réunit trois fois par an. En 2009, ce groupe de travail a débattu de sujets relatifs à la croissance économique, aux politiques de relance et à la stabilité financière, du point de vue tant de la zone euro que de la Chine.

Début 2010, la BCE et quatorze BCN¹¹ de la zone euro ont lancé un programme biennal en vue de renforcer la surveillance, macroprudentielle comme microprudentielle, auprès des candidats et des candidats potentiels à l'adhésion à l'UE. Les bénéficiaires du programme sont les banques centrales et les autorités de surveillance des Balkans occidentaux et de la Turquie. La volonté du FMI et de la Banque mondiale de participer activement au programme et l'intérêt exprimé par bon nombre d'institutions et d'organes internationaux et européens attestent du fait que la communauté internationale perçoit ce programme comme opportun et nécessaire. Le programme, financé par l'UE, vise à renforcer la résistance à moyen terme des candidats et candidats potentiels à l'adhésion aux tensions financières en encourageant l'ajustement de la surveillance macroprudentielle et de la surveillance microprudentielle conformément aux normes internationales et européennes adoptées récemment.

11 Les BCN de Belgique, de Grèce, d'Espagne, de France, d'Italie, de Chypre, du Luxembourg, de Malte, des Pays-Bas, d'Autriche, du Portugal, de Slovaquie, de Slovaquie et de Finlande



Dans le cadre de la Luminale 2008, la *Grossmarkthalle* a été illuminée par les artistes de la lumière Casa Magica. Cette image présente le deuxième des trois motifs. Il fait allusion aux futurs travaux de construction du nouveau site de la BCE.

CHAPITRE 5

LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ

I LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN

Le principe d'indépendance de la banque centrale s'est imposé au cours des dernières décennies comme une composante indispensable des régimes de politique monétaire des économies avancées et émergentes. La décision de doter les banques centrales de l'indépendance est fermement ancrée dans la théorie économique et dans les données empiriques, qui montrent que cette caractéristique favorise le maintien de la stabilité des prix. Parallèlement, un des principes fondateurs des sociétés démocratiques est que toute institution indépendante à laquelle est confiée une mission de service public doit rendre compte de ses actes auprès des citoyens et de leurs représentants élus. Le principe de responsabilité est par conséquent une contrepartie importante de l'indépendance de la banque centrale.

L'engagement de la BCE en matière de responsabilité et de transparence est illustré par sa décision d'aller au-delà des exigences statutaires pour ce qui concerne l'information qu'elle diffuse régulièrement. La BCE publie notamment un *Bulletin mensuel*, et non uniquement un bulletin trimestriel comme cela lui est imposé, et les membres du Conseil des gouverneurs prononcent de nombreux discours traitant des sujets qui intéressent le grand public. Les thèmes abordés en 2009 étaient les mesures prises par la BCE en réponse à la crise financière, les enjeux économiques mondiaux ainsi que des réflexions fondamentales sur le rôle et la stratégie des banques centrales. Par ailleurs, les conférences de presse organisées à l'issue de la première réunion du Conseil des gouverneurs de chaque mois continuent d'être une occasion idéale pour la BCE d'expliquer de façon approfondie son évaluation de la situation économique et les raisons sous-tendant les décisions relatives aux taux d'intérêt.

Le Parlement européen, en tant qu'institution tirant sa légitimité directement des citoyens de l'UE, joue le rôle institutionnel le plus important dans l'obligation de rendre compte imposée à la BCE. Depuis sa création, la BCE a maintenu un dialogue étroit et fructueux avec le Parlement européen. Le président de la BCE a continué

de rendre compte de la politique monétaire de la BCE et de ses autres missions lors des auditions trimestrielles devant la Commission économique et monétaire du Parlement européen (ECON) et doit présenter, le 25 mars 2010, le *Rapport annuel 2008* au Parlement européen réuni en session plénière. En février 2009, le président a été auditionné lors d'une réunion commune du Parlement européen et des parlements nationaux pour discuter du dispositif de sauvegarde de la stabilité financière de l'UE.

D'autres membres du Directoire de la BCE ont aussi été auditionnés à plusieurs reprises par le Parlement européen. Le vice-président a présenté le *Rapport annuel 2008* de la BCE à l'ECON. Lorenzo Bini Smaghi et Jürgen Stark ont participé aux réunions annuelles communes du Parlement européen et des parlements nationaux pour débattre de la situation de l'UE dans le contexte de la crise financière ainsi que de la stratégie post-crise pour la croissance et l'emploi et la modernisation de l'architecture financière mondiale. José Manuel González-Páramo a participé à une audition organisée par le Comité spécial sur la crise financière, économique et sociale mis en place par le Parlement européen. Gertrude Tumpel-Gugerell a également été auditionnée par l'ECON pour l'informer des évolutions récentes dans le domaine de la compensation et du règlement-livraison de titres et du projet TARGET2-Titres de l'Eurosystème.

En outre, des discussions entre des représentants de la BCE et des membres du Parlement européen ont porté sur les politiques de la BCE et sur d'autres sujets pour lesquels la BCE possède une expertise particulière (stabilité financière, par exemple). Conformément aux pratiques établies, une délégation de l'ECON s'est rendue en 2009 à la BCE pour procéder à des échanges de vues avec les membres du Directoire sur la situation économique et sur la mise en œuvre du nouveau cadre de surveillance de l'UE.

2 QUELQUES SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN

Lors des échanges de vues entre le Parlement européen et la BCE, un large éventail de sujets ont été examinés. Les principales questions soulevées au cours de ces échanges sont présentées ci-après.

LA RÉPONSE À LA CRISE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La crise économique et financière a occupé une place prépondérante dans les discussions entre la BCE et le Parlement européen. Dans ses différentes résolutions, le Parlement européen a appelé à l'adoption d'une approche coordonnée des États membres en vue de surmonter la crise et a salué le lancement du Plan européen de relance économique. Toutefois, il a exprimé ses préoccupations relatives à l'augmentation rapide de la dette publique et des déficits budgétaires et a préconisé un retour aussi rapide que possible à des finances publiques saines. Le Comité spécial sur la crise financière, économique et sociale a été chargé d'analyser et d'évaluer l'étendue de la crise et son incidence sur l'UE et ses États membres.

Lors de ses auditions devant le Parlement européen, le président de la BCE a réaffirmé l'appui total de la BCE à la Commission européenne dans sa mission délicate consistant à veiller à la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance, et notamment son soutien au message de la Commission qui préconise de faire démarrer l'assainissement budgétaire ambitieux dès le début de la reprise.

LE CADRE DE L'UE POUR LA SUPERVISION ET LA STABILITÉ FINANCIÈRES

Le Parlement européen et la BCE ont poursuivi leur dialogue étroit sur les questions relatives à la supervision financière. Le Parlement européen a rappelé que de nombreuses recommandations contenues dans le rapport du Groupe de Larosière (pour de plus amples détails, cf. le chapitre 3) avaient déjà été émises par ses membres. Il a également prôné une vaste révision du cadre réglementaire et de gouvernance des marchés financiers compte tenu de l'intégration croissante de ces marchés au sein de l'UE. Enfin, il a soutenu le renforcement du rôle de la BCE

dans le domaine de la stabilité financière. Dans des résolutions précédentes, le Parlement était favorable à ce que la BCE joue un rôle dans la supervision macroprudentielle à l'échelle de l'UE des institutions financières d'importance systémique, sur la base de l'article 127 (6) du Traité.

Lors de ses auditions devant le Parlement européen, le président de la BCE a accueilli favorablement la proposition de créer un organisme qui serait spécifiquement responsable de la surveillance macroprudentielle au niveau européen, le Comité européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board* – ESRB ; pour de plus amples détails, cf. l'encadré 8). Le président a clairement indiqué que la BCE et l'ESRB devraient rendre compte séparément au Parlement européen, car les mandats de ces deux institutions sont bien distincts.



L'ancienne *Grossmarkthalle* vue du sud (2006)

CHAPITRE 6

LA COMMUNICATION EXTERNE

I LA POLITIQUE DE COMMUNICATION

La communication externe de la BCE a pour objectif d'améliorer la compréhension de ses politiques et de ses décisions par le public. Elle fait partie intégrante de la politique monétaire de la BCE et de ses autres missions. Deux éléments clés, l'ouverture et la transparence, guident l'action de la BCE en matière de communication. Ces deux éléments contribuent à l'efficacité, à l'efficience et à la crédibilité de la politique monétaire de la BCE. 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, son diagnostic et ses décisions de politique monétaire constitue une approche exceptionnellement ouverte et transparente de la communication de banque centrale. Les décisions de politique monétaire sont expliquées lors d'une conférence de presse tenue immédiatement à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs durant laquelle ces décisions ont été prises. Lors de cette conférence de presse, le président prononce une déclaration introductive détaillée qui explique les décisions du Conseil des gouverneurs. Le président et le vice-président se tiennent alors à la disposition des représentants des médias pour répondre aux questions. Depuis décembre 2004, les décisions prises par le Conseil des gouverneurs autres que celles relatives à la fixation des taux d'intérêt sont également publiées chaque mois sur les sites internet des banques centrales de l'Eurosystème.

Les actes juridiques de la BCE sont publiés dans toutes les langues officielles de l'UE, de même que la situation financière consolidée de l'Eurosystème¹. Le *Rapport annuel* de la BCE et les versions trimestrielles de son *Bulletin mensuel* sont également publiés dans leur intégralité dans les langues officielles de l'UE². Le *Rapport sur la convergence* est publié dans son intégralité ou sous forme de synthèse dans toutes les langues officielles de l'UE³. À des fins de responsabilité et de transparence vis-à-vis du public, la BCE publie également, outre

les publications statutaires, d'autres documents dans certaines ou dans toutes les langues officielles, en particulier les communiqués de presse annonçant les décisions de politique monétaire, les projections macroéconomiques de ses services⁴, les positions adoptées et les supports d'information revêtant un intérêt pour le grand public. L'élaboration, la publication et la diffusion des versions dans les langues nationales des publications clés de la BCE sont réalisées en collaboration étroite avec les BCN.

1 À l'exception de l'irlandais, qui fait l'objet d'une dérogation au niveau de l'UE

2 À l'exception de l'irlandais (par dérogation de l'UE) et du maltais (par accord conclu avec la banque centrale de Malte, à la suite de la levée de la dérogation temporaire de l'UE en mai 2007)

3 Cf. la note de bas de page n° 2

4 Projections de la BCE depuis septembre 2004 et projections de l'Eurosystème depuis décembre 2000

2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION

La BCE s'adresse à des publics très divers, tels que les experts financiers, les médias, les gouvernements, les parlements et le grand public, qui présentent des niveaux différents 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 aussi efficaces que possible, en tenant compte de la diversité des publics, du contexte et des besoins en matière de communication.

La BCE publie un certain nombre d'études et de rapports, tels que le *Rapport annuel*, qui présente un compte rendu des activités de la BCE au cours de l'exercice précédent et lui permet ainsi de respecter son obligation de rendre compte de ses actions. 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, tandis que le rapport intitulé *Financial Stability Review* évalue la stabilité du système financier de la zone euro du point de vue de sa capacité à absorber les chocs défavorables. Une large gamme de données statistiques est fournie par la BCE principalement par le biais du *Statistical Data Warehouse* (Entrepôt de données statistiques) et de graphiques interactifs sur le site internet de la BCE, ainsi que sur support papier dans les éditions mensuelles du *Statistics Pocket Book* (recueil statistique sous format de poche).

Tous les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE contribuent directement à mieux faire connaître et comprendre au public les missions et les politiques de l'Eurosystème par le biais d'auditions devant le Parlement européen et les parlements nationaux, d'allocutions publiques et d'interviews accordées aux médias. Le président et d'autres membres du Directoire de la BCE sont intervenus devant le Parlement européen à sept reprises au total en 2009 (pour plus de détails, cf. le chapitre 5). Ils ont prononcé environ 260 allocutions devant des publics très divers,

accordé quelque 200 interviews aux médias et publié des articles dans des revues, magazines et journaux.

Les BCN de la zone euro jouent un rôle important en assurant la diffusion, au niveau national, de l'information sur l'Eurosystème et des messages de celui-ci auprès du grand public et des parties intéressées. Elles s'adressent à une grande diversité de publics nationaux et régionaux dans leur propre langue et en tenant compte de leur environnement respectif.

En 2009, la BCE a organisé treize séminaires destinés à mieux informer les représentants des médias internationaux et nationaux et à leur faciliter la compréhension de ses missions. Ces séminaires ont été organisés de manière indépendante ou en collaboration avec les BCN de l'UE, la Commission européenne, le Centre européen de journalisme et d'autres organismes publics ou fondations.

La BCE a accueilli quelque 14 000 visiteurs dans ses locaux de Francfort en 2009. Ces visiteurs ont obtenu des informations de première main sous la forme de présentations données par des experts et des cadres dirigeants de la BCE.

Tous les documents publiés par la BCE et ses diverses activités sont présentés sur le site internet de la BCE. En 2009, le site internet a reçu 25 millions de visites (38 % de plus que l'année précédente) ; 157 millions de pages ont été consultées et 45 millions de documents ont été téléchargés.

En 2009, la BCE a traité quelque 100 000 demandes d'information du public (contre 60 000 en 2008) concernant différents aspects de ses activités, de ses politiques et de ses décisions.

La BCE a concentré ses activités de communication en 2009 sur l'explication des événements liés à la crise économique et financière mondiale et de leurs conséquences,

ainsi que des mesures adoptées par la BCE et l'Eurosystème. La grande majorité des allocutions publiques prononcées par les membres du Directoire traitaient de ce sujet, sur lequel ont également porté la majorité des demandes d'information et des questions reçues de la presse, du public et des visiteurs de la BCE. Le développement de projets spécifiques concernant les systèmes de paiement et l'infrastructure de marché – l'Espace unique de paiement en euros (*Single Euro Payments Area* – SEPA) et TARGET2-Titres – a nécessité une communication supplémentaire et ciblée.

Dans le cadre des cérémonies marquant le dixième anniversaire de l'euro s'est tenu un colloque intitulé « L'avenir de l'Europe – le point de vue des pères fondateurs », à l'occasion duquel Valéry Giscard d'Estaing, ancien président français, et Helmut Schmidt, ancien chancelier allemand, ont été invités à faire partager leurs expériences et leurs réflexions concernant la création de la monnaie unique et à exposer leurs vues sur les évolutions à venir. Ont assisté à ce colloque des invités de rang international, des représentants du monde des affaires et des médias, et des étudiants. En outre, une conférence a été organisée sur le thème « 10 ans d'Union économique et monétaire : une approche juridique ». Elle a permis à 135 juristes issus de banques centrales, ministères des finances, instances régionales et universitaires d'échanger sur les aspects juridiques du fonctionnement de l'Eurosystème et du SEBC.

En 2009, les journées culturelles de la BCE ont été consacrées à la Roumanie et organisées en coopération avec la Banca Națională a României. L'initiative des journées culturelles a été lancée en 2003 dans le but de donner aux habitants de Francfort et de sa région une ouverture sur la culture d'un pays différent de l'UE chaque année. La programmation en 2009 incluait 24 manifestations différentes, auxquelles ont assisté environ 6 000 personnes.



Vue de la *Grossmarkthalle* lorsqu'elle était encore un marché de gros, avec le centre ville ouest en arrière-plan (2002)

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'EUROSISTÈME ET LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES



L'Eurosystème est le système de banque centrale de la zone euro. Il regroupe la BCE et les BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro (au nombre de seize depuis le 1^{er} janvier 2009). Le terme d'« Eurosystème » est inscrit dans le traité de Lisbonne¹. Le Conseil des gouverneurs avait adopté ce terme auparavant afin de permettre une meilleure compréhension de la structure de l'activité de banque centrale dans la zone euro. Ce terme, qui renvoie à la notion d'identité partagée, de travail d'équipe et de coopération de l'ensemble de ses membres, est déjà largement utilisé.

donc également les banques centrales des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro.

La BCE se trouve au cœur de l'Eurosystème et du SEBC et veille à ce que les opérations qui sont de la compétence du SEBC soient effectuées, soit par elle-même, soit par l'intermédiaire des BCN, auxquelles la BCE a recours dans la mesure jugée possible et appropriée. Le Directoire met en œuvre la politique monétaire conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs. Il donne les instructions nécessaires aux BCN. La BCE est dotée de la personnalité juridique de

Le SEBC se compose de la BCE et des BCN des vingt-sept États membres de l'UE : il inclut

¹ Pour plus d'informations sur le traité de Lisbonne, cf. la section 1.2 du chapitre 4

droit public international. À la suite de l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne, la BCE est devenue une institution de l'UE. Toutefois, les caractéristiques institutionnelles de la BCE demeurent inchangées².

Chaque BCN est dotée de la personnalité juridique en vertu du droit du pays concerné. Les BCN de la zone euro, qui font partie intégrante de l'Eurosystème, remplissent les missions confiées à celui-ci, conformément aux règles établies par les organes de décision de la BCE. Les BCN contribuent également aux travaux de l'Eurosystème et du SEBC au travers de la participation de leurs représentants aux comités de l'Eurosystème/du SEBC (cf. la section 1.5 de ce chapitre). Elles sont autorisées à exercer, sous leur propre responsabilité, des fonctions ne relevant pas de l'Eurosystème, sauf si le Conseil des gouverneurs juge que celles-ci interfèrent avec les objectifs et missions de l'Eurosystème.

L'Eurosystème et le SEBC sont dirigés par les organes de décision de la BCE : le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Le Conseil général constitue le troisième organe de décision de la BCE, tant qu'il existe des États membres de l'UE n'ayant pas encore adopté l'euro. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le Traité, les statuts du SEBC et les règlements intérieurs respectifs³. La prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée. Cependant, la BCE et les BCN de la zone euro contribuent ensemble, sur les plans stratégique et opérationnel, à la réalisation des objectifs communs de l'Eurosystème, dans le strict respect du principe de décentralisation conformément aux statuts du SEBC.

1.2 LE CONSEIL DES GOUVERNEURS

Le Conseil des gouverneurs comprend les membres du Directoire de la BCE ainsi que les gouverneurs des BCN des États membres ayant adopté l'euro. Conformément au Traité, ses principales responsabilités sont les suivantes :

- arrêter les orientations et prendre les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à l'Eurosystème ;
- définir la politique monétaire de la zone euro, y compris, le cas échéant, les décisions relatives aux objectifs monétaires intermédiaires, aux taux d'intérêt directeurs et à la fourniture de réserves au sein de l'Eurosystème, et arrêter les orientations nécessaires à leur exécution.

Le Conseil des gouverneurs se réunit en règle générale deux fois par mois dans les locaux de la BCE à Francfort-sur-le-Main, en Allemagne. La première réunion mensuelle est spécifiquement consacrée à une analyse approfondie des évolutions monétaires et économiques et aux décisions de politique monétaire, la seconde étant généralement vouée aux questions relatives aux autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème. En 2009, deux réunions se sont tenues en dehors de Francfort, l'une étant organisée par la Banque centrale du Luxembourg à Luxembourg et l'autre par la Banca d'Italia à Venise. En outre, le Conseil des gouverneurs peut également tenir des réunions par voie de téléconférence ou prendre des décisions par le biais d'une procédure écrite.

Lorsqu'ils prennent des décisions de politique monétaire ou relatives à d'autres missions de la BCE et de l'Eurosystème, les membres du Conseil des gouverneurs n'agissent pas en qualité de mandataires d'un pays, mais en toute indépendance et à titre personnel. Cela se reflète dans le principe de « une voix par membre » appliqué au sein du Conseil. Le 18 décembre 2008, le Conseil des

2 Pour plus de détails sur les implications du traité de Lisbonne pour la BCE, cf. la section 1.2 du chapitre 4

3 S'agissant du règlement intérieur de la BCE, 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, modifiée par la décision BCE/2009/5 du 19 mars 2009, JO L 100 du 18.04.2009, la décision BCE/2004/12 du 17 juin 2004 adoptant le règlement du Conseil général de la BCE, JO L 230 du 30.06.2004, et la décision BCE/1999/7 du 12 octobre 1999 concernant le règlement intérieur du Directoire de la BCE, JO L 314 du 08.12.1999. Ces textes peuvent également être consultés sur le site internet de la BCE.

gouverneurs a décidé de maintenir en place le système de vote actuel⁴ et d'instaurer un système de rotation seulement lorsque le nombre de gouverneurs au sein du Conseil des gouverneurs sera supérieur à dix-huit. Le 19 mars 2009, le Conseil des gouverneurs a adopté un acte juridique qui couvre tous les aspects de la mise en œuvre du système de rotation, tels que l'ordre, la période et le taux de rotation, et contient les modifications nécessaires du règlement intérieur⁵. La décision juridique entrera en vigueur lorsque le système de rotation sera mis en œuvre.

- 4 En vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC qui limite à quinze le nombre de gouverneurs disposant du droit de vote mais prévoit également que le Conseil des gouverneurs peut décider de différer l'application du système de rotation jusqu'à ce que le nombre de gouverneurs au sein du Conseil des gouverneurs soit supérieur à dix-huit
- 5 Décision BCE/2009/5 modifiant la décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 adoptant le règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO L 100 du 18.04.2009. Pour une description détaillée des modalités de mise en œuvre du système de rotation, cf. l'article intitulé *Rotation des droits de vote au Conseil des gouverneurs de la BCE* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juillet 2009

LE CONSEIL DES GOUVERNEURS



Jean-Claude Trichet

Président de la BCE

Lucas D. Papademos

Vice-président de la BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Membre du Directoire de la BCE

Michael C. Bonello

Gouverneur, Central Bank of Malta

Vítor Constâncio

Gouverneur, Banco de Portugal

Mario Draghi

Gouverneur, Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Gouverneur, Banco de España

José Manuel González-Páramo

Membre du Directoire de la BCE

Patrick Honohan

Gouverneur, Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(à compter du 26 septembre 2009)

John Hurley

Gouverneur, Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(jusqu'au 24 septembre 2009)

Marko Kranjec

Gouverneur, Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Gouverneur, Banque centrale
du Luxembourg

Ewald Nowotny

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Gouverneur, Banque de France

Athanasios Orphanides

Gouverneur, Central Bank of Cyprus

George A. Provopoulos

Gouverneur, Banque de Grèce

Guy Quaden

Gouverneur, Banque nationale de Belgique

Ivan Šramko

Gouverneur, Národná banka Slovenska

Jürgen Stark

Membre du Directoire de la BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membre du Directoire de la BCE

Axel A. Weber

Président, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Président, De Nederlandsche Bank

Au premier rang (de gauche à droite) :

Marko Kranjec, Ewald Nowotny,
Yves Mersch, Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Vítor Constâncio, Michael C. Bonello

Au deuxième rang (de gauche à droite) :

Patrick Honohan,
George A. Provopoulos,
José Manuel González-Páramo,
Miguel Fernández Ordóñez,
Athanasios Orphanides, Guy Quaden

Au troisième rang (de gauche à droite) :

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Axel A. Weber, Lorenzo Bini Smaghi,
Christian Noyer, Ivan Šramko

Note: Mario Draghi et Nout Wellink
n'ont pu assister à la réunion lors de
laquelle la photo a été prise.

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 accord⁶ 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 Directoire est secondé par un Comité de gestion pour les questions relevant de la gestion de la BCE, de son orientation stratégique et de la procédure budgétaire annuelle. Ce Comité de gestion se compose d'un membre du Directoire, qui en est le président, et d'un certain nombre de responsables de haut niveau.

⁶ À compter de l'entrée en vigueur du traité de Lisbonne, les membres du Directoire sont nommés par le Conseil européen, statuant à la majorité qualifiée, après consultation du Parlement européen et de la BCE. Cette procédure est conforme à celles en vigueur pour les nominations à d'autres postes stratégiques dans les institutions de l'UE.

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

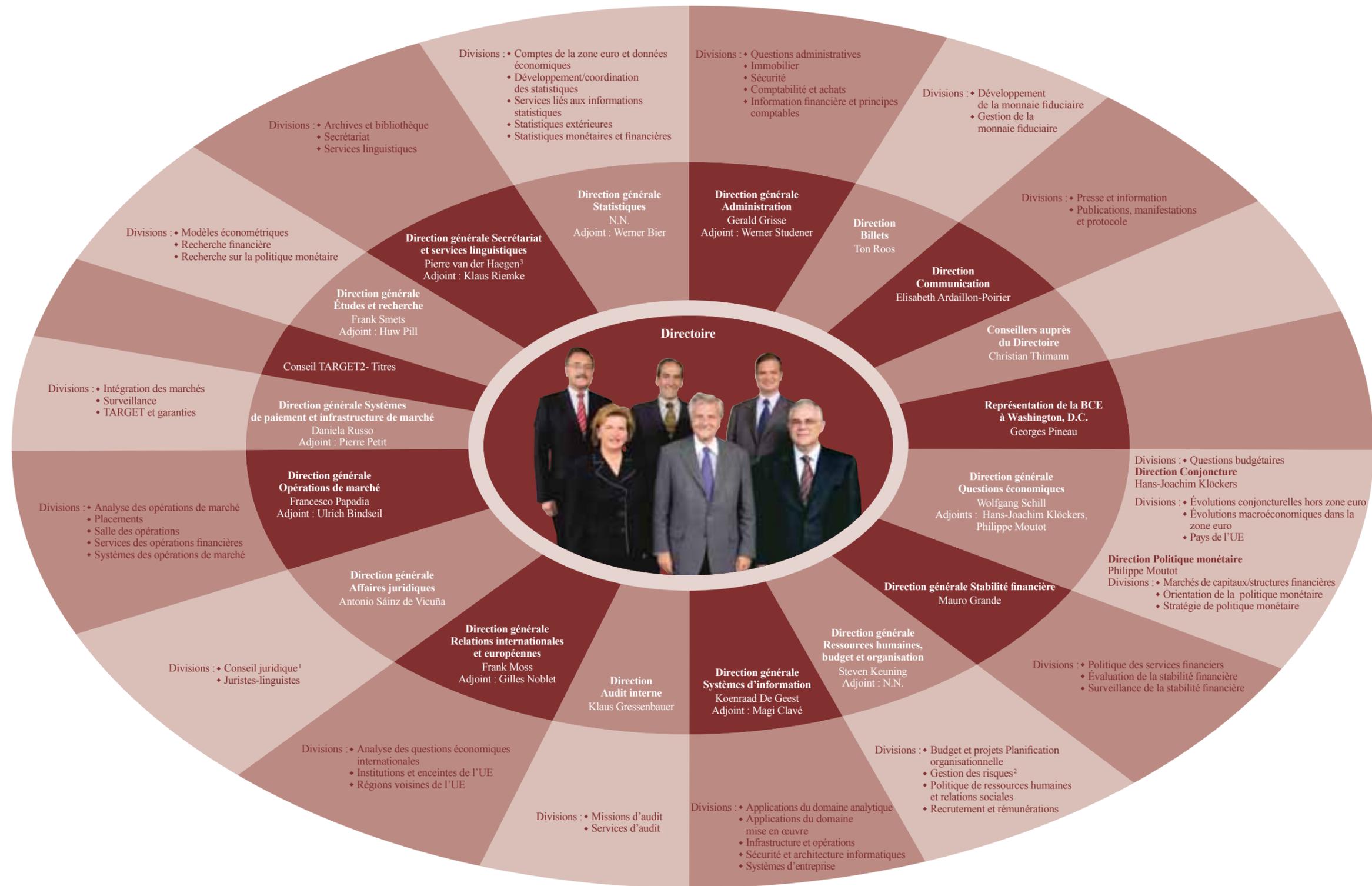
**Au premier rang
(de gauche à droite) :**

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet
Président de la BCE
Lucas D. Papademos
Vice-président de la BCE
Lorenzo Bini Smaghi
Membre du Directoire de la BCE

José Manuel González-Páramo
Membre du Directoire de la BCE
Jürgen Stark
Membre du Directoire de la BCE
Gertrude Tumpel-Gugerell
Membre du Directoire de la BCE



Directoire

Au deuxième rang (de gauche à droite) : Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi
 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 Directoire.
³ Secrétaire du Directoire, du Conseil des gouverneurs et du Conseil général

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 l'ensemble des vingt-sept États membres de l'UE. Il

accomplit, pour l'essentiel, les missions reprises de l'IME. Dans la mesure où tous les États membres n'ont pas adopté l'euro, ces missions doivent toujours être accomplies par la BCE. En 2009, le Conseil général s'est réuni à quatre reprises.

**Au premier rang
(de gauche à droite):**

Michael C. Bonello, Ewald Nowotny,
Yves Mersch, Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Mervyn King,
Vitor Constâncio, Marko Kranjec

**Au deuxième rang
(de gauche à droite):**

András Simor, Patrick Honohan,
George A. Provopoulos,
Athanasios Orphanides,
Miguel Fernández Ordóñez,
Ivan Šramko, Andres Lipstok

**Au troisième rang
(de gauche à droite):**

Ilmārs Rimšēvičs, Ivan Iskrov,
Erkki Liikanen, Nils Bernstein,
Axel A. Weber, Christian Noyer,
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,
Reinoldijus Šarkinas

Note: Mario Draghi, Stefan Ingves,
Mugur Constantin Isărescu,
Sławomir Skrzypek et Nout Wellink
n'ont pu assister à la réunion lors de
laquelle la photo a été prise.



Jean-Claude Trichet

Président de la BCE

Lucas D. Papademos

Vice-président de la BCE

Nils Bernstein

Gouverneur, Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Gouverneur, Central Bank of Malta

Vitor Constâncio

Gouverneur, Banco de Portugal

Mario Draghi

Gouverneur, Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Gouverneur, Banco de España

Patrick Honohan

Gouverneur, Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(à compter du 26 septembre 2009)

John Hurley

Gouverneur, Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(jusqu'au 24 septembre 2009)

Stefan Ingves

Gouverneur, Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Gouverneur, Banca
Națională a României

Ivan Iskrov

Gouverneur, Българска народна банка
(Banque nationale de Bulgarie)

Mervyn King

Gouverneur, Bank of England

Marko Kranjec

Gouverneur, Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Gouverneur, Eesti Pank

Yves Mersch

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Gouverneur, Banque de France

Athanasios Orphanides

Gouverneur, Central Bank of Cyprus

George A. Provopoulos

Gouverneur, Banque de Grèce

Guy Quaden

Gouverneur, Banque nationale
de Belgique

Ilmārs Rimšēvičs

Gouverneur, Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Président du Conseil d'administration,
Lietuvos bankas

András Simor

Gouverneur, Magyar Nemzeti Bank

Sławomir Skrzypek

Président, Narodowy Bank Polski

Ivan Šramko

Gouverneur, Národná banka Slovenska

Zdeněk Tůma

Gouverneur, Česká národní banka

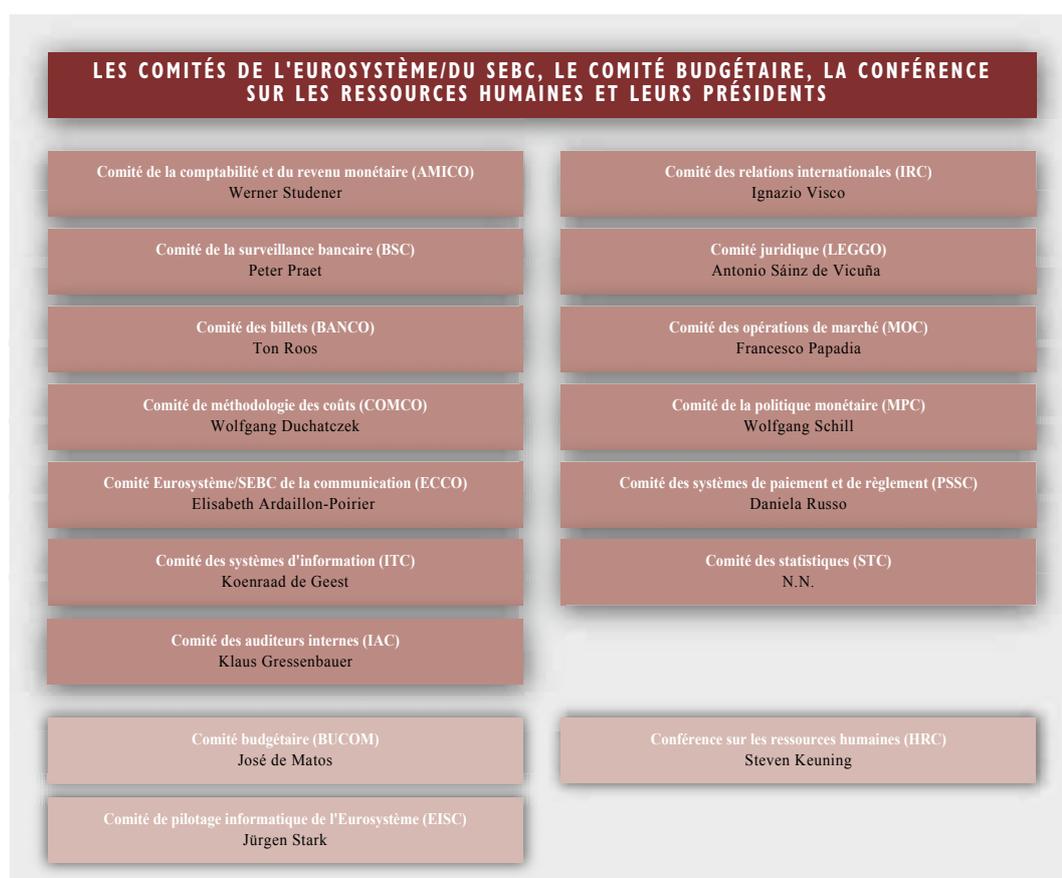
Axel A. Weber

Président, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Président, De Nederlandsche Bank

1.5 LES COMITÉS DE L'EUROSISTÈME/DU SEBC, LE COMITÉ BUDGÉTAIRE, LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES ET LE COMITÉ DE PILOTAGE INFORMATIQUE DE L'EUROSISTÈME



Les comités de l'Eurosystème/du SEBC ont continué de jouer un rôle important d'assistance aux organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs missions. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les comités ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de décision. Les comités se composent en général uniquement de membres du personnel des banques centrales de l'Eurosystème. Toutefois, les BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro 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 nationales de surveillance dans le cas du Comité de la surveillance bancaire. Au 31 décembre 2009, treize comités de l'Eurosystème/du SEBC avaient été créés en vertu de l'article 9.1 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.

La Conférence sur les ressources humaines, mise en place en 2005 en application de l'article 9 (a) du règlement intérieur, constitue un forum pour l'échange d'expériences, d'expertise et d'informations entre les banques centrales de l'Eurosystème/du SEBC dans le domaine de la gestion des ressources humaines.

Le Comité de pilotage informatique de l'Eurosystème (*Eurosystem IT Steering Committee* – EISC), chargé de piloter l'amélioration continue de l'utilisation de l'informatique au sein de l'Eurosystème, a été créé en 2007 par le Conseil des gouverneurs, dans le droit fil de la déclaration de mission et des principes d'organisation de l'Eurosystème, qui fixent l'objectif d'exploiter les synergies au

sein de l'Eurosystème et de renforcer l'efficacité en termes de coûts par des économies d'échelle.

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, trois codes de conduite ainsi que des règles concernant l'accès du public aux documents de la BCE.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE EXTERNE

Les statuts du SEBC prévoient deux niveaux de contrôle : le commissaire aux comptes extérieur, qui vérifie les comptes annuels de la BCE (article 27.1 des statuts du SEBC), et la Cour des comptes européenne, qui examine l'efficacité de la gestion de la BCE (article 27.2). Le rapport annuel de la Cour des comptes européenne, ainsi que la réponse de la BCE, sont publiés sur le site internet de la BCE et au Journal officiel de l'Union européenne. Afin de renforcer les garanties données au public quant à l'indépendance du commissaire aux comptes extérieur de la BCE, le principe d'une rotation des cabinets d'audit est appliqué⁷. Les « Bonnes pratiques pour la sélection et le mandat des commissaires aux comptes extérieurs », qui ont été publiées sur le site internet de la BCE, fournissent à chaque banque centrale de l'Eurosystème des orientations de haut niveau pour le choix des commissaires aux comptes extérieurs et la définition de leur mandat. Les bonnes pratiques permettent également au Conseil des gouverneurs de formuler ses recommandations au Conseil de l'UE sur la base de critères de sélection harmonisés, cohérents et transparents.

⁷ À l'issue d'une procédure d'appel d'offres public et conformément à la décision de procéder à la rotation des cabinets d'audit, *PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft* a été nommé commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour les exercices 2008 à 2012.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE INTERNE

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche dans laquelle chaque unité organisationnelle (section, division, direction ou direction générale) est responsable de la gestion de ses risques et de ses contrôles propres, ainsi que de l'efficacité et de l'efficience de ses opérations. Ces unités mettent en œuvre des procédures de contrôle opérationnel dans leur domaine de responsabilité conformément au niveau de tolérance au risque défini *ex ante* par le Directoire. Par exemple, un ensemble de règles et procédures, qualifié de « muraille de Chine », est en place pour empêcher que des informations internes, provenant des services en charge de la politique monétaire, ne parviennent aux services en charge de la gestion des réserves de change de la BCE et de son portefeuille de fonds propres.

En 2009, la BCE a encore affiné son approche de la gestion du risque opérationnel et en a mis le cadre en conformité avec celui défini pour les missions et processus de l'Eurosystème, que la BCE et les BCN de la zone euro ont commencé à mettre en œuvre au cours de l'année. En outre, un exercice complet, consistant à identifier, évaluer et déclarer leurs risques opérationnels, a été réalisé par les unités organisationnelles de la BCE. La BCE procède régulièrement à des tests de ses dispositifs de continuité opérationnelle et a pris des mesures destinées à augmenter sa capacité de résistance dans l'éventualité d'une pandémie. Le Conseil des gouverneurs a approuvé le lancement du cadre de continuité opérationnelle de l'Eurosystème, qui démarrera en 2010.

Indépendamment de la structure de contrôle interne et du suivi des risques de la BCE, des missions d'audit sont réalisées par la Direction de l'Audit interne sous la responsabilité directe du Directoire. Conformément au mandat défini dans la Charte d'audit de la BCE⁸, les auditeurs internes de la BCE, qui fournissent l'assurance d'une source indépendante et objective et des services de conseil, ont recours à une approche systématique en vue d'évaluer et d'améliorer l'efficacité des processus de gestion du risque,

de contrôle et de gouvernance. Les activités d'audit interne de la BCE sont conformes aux Normes internationales pour la pratique professionnelle de l'audit interne définies par l'Institut de l'audit interne.

Un comité de l'Eurosystème/du SEBC, le Comité des auditeurs internes, qui se compose des responsables de l'audit interne à la BCE et dans les BCN, est chargé d'assurer la coordination des procédures d'audit des projets et des systèmes opérationnels communs à l'Eurosystème/au SEBC.

Un Comité d'audit de la BCE renforce encore le cadre de gouvernance de la BCE et de l'Eurosystème dans son ensemble. Il est composé de trois membres du Conseil des gouverneurs et placé sous la présidence de Erkki Liikanen (Gouverneur de la Suomen Pankki – Finlands Bank) à compter d'octobre 2009 (suite au départ en retraite de John Hurley, Gouverneur de la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

LES CODES DE CONDUITE

Trois codes de conduite sont applicables aux organes de décision et au personnel de la BCE⁹. Le premier concerne les membres du Conseil des gouverneurs et reflète leur responsabilité en matière de maintien de l'intégrité et de la réputation de l'Eurosystème ainsi que de l'efficacité de ses opérations¹⁰. Il fixe des orientations et établit des normes d'éthique professionnelle à l'intention des membres du Conseil des gouverneurs et de leurs suppléants dans l'exercice de leurs fonctions en cette qualité. 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.

8 Cette charte est publiée sur le site internet de la BCE afin de favoriser la transparence concernant les dispositions en vigueur à la BCE en matière d'audit.

9 Pour des informations relatives au Code de conduite du Conseil pour le programme TARGET2-Titres, cf. la section 2.2 du chapitre 2

10 Cf. le Code de conduite des membres du Conseil des gouverneurs, JO C 123 du 24.05.2002, modifié, JO C 10, 16.01.2007 et le site internet de la BCE

Le deuxième 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 missions¹¹. 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 tiers¹². Le troisième code est le Code complémentaire d'éthique professionnelle applicable aux membres du Directoire¹³. Il complète les deux autres codes en détaillant les règles de déontologie que les membres du Directoire doivent respecter. Un conseiller pour les questions d'éthique, nommé par le Directoire, veille à une interprétation cohérente de ces règles. Les règles d'éthique qui s'appliquent au personnel de la BCE, telles que définies actuellement dans les Conditions d'emploi du personnel, dans le règlement concernant le personnel et dans le Code de conduite, sont en cours d'amélioration et seront réunies dans un nouveau cadre éthique.

LES MESURES ANTIFRAUDE

En 1999, le Parlement européen et le Conseil de l'UE ont adopté un règlement¹⁴ 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 l'UE.

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 décision¹⁵ entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2004, concernant les conditions et modalités des enquêtes menées par l'OLAF à la BCE.

PROGRAMME INTERNE DE LA BCE RELATIF À LA PRÉVENTION DU BLANCHIMENT DE CAPITAUX ET À LA LUTTE CONTRE LE FINANCEMENT DU TERRORISME

En 2007, la BCE a instauré son dispositif interne de prévention du blanchiment de capitaux (*anti-money laundering* – AML) et de lutte contre le financement du terrorisme (*counter-terrorist financing* – CTF). La conception des dispositions AML/CTF est conforme aux quarante Recommandations et aux neuf Recommandations spéciales du Groupe d'action financière internationale (GAFI), dans la mesure où elles s'appliquent aux opérations de la BCE. Au sein de la BCE, une fonction de contrôle de conformité identifie, analyse et traite les risques liés au blanchiment de capitaux et au financement du terrorisme pour toutes les activités concernées de la BCE. En particulier, veiller à la conformité avec la réglementation AML/CTF participe du processus d'évaluation et de suivi de l'éligibilité des contreparties de la BCE. Dans ce contexte, une attention particulière est accordée aux mesures restrictives adoptées par l'UE et aux déclarations publiques formulées par le GAFI. Un système de déclaration interne complète le dispositif AML/CTF de la BCE afin de garantir que toutes les informations pertinentes sont systématiquement collectées et dûment communiquées au Directoire.

11 Cf. le Code de conduite de la Banque centrale européenne édicté conformément à l'article 11.3 du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, JO C 76 du 08.03.2001 et le site internet de la BCE

12 Cf. la partie 1.2 du règlement concernant le personnel de la BCE qui contient les règles relatives au comportement et au secret professionnel, JO C 92 du 16.04.2004 et le site internet de la BCE

13 Cf. le Code complémentaire d'éthique professionnelle applicable aux membres du Directoire, JO C 230 du 23.09.2006 et le site internet de la BCE

14 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

15 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, Recueil de jurisprudence I-7147.

L'ACCÈS DU PUBLIC AUX DOCUMENTS DE LA BCE

La décision de la BCE relative à l'accès du public à ses documents¹⁶ adoptée en mars 2004 est conforme aux objectifs et aux normes adoptés par les autres institutions et organes de l'UE dans ce domaine. Elle 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 BCE¹⁷.

En 2009, les demandes d'accès formulées par le public sont restées limitées.

16 Décision BCE/2004/3 relative à l'accès du public aux documents de la BCE, JO L 80 du 18.03.2004.

17 Conformément à l'engagement de la BCE en faveur de l'ouverture et de la transparence, une section « Archives » du site internet de la BCE permet l'accès à la documentation historique

2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION

2.1 LA GESTION DES RESSOURCES HUMAINES

En 2009, la BCE a continué de développer et de mettre en œuvre ses politiques de gestion des ressources humaines dans quatre domaines : la culture d'entreprise, la politique de recrutement, l'évolution professionnelle et les conditions d'emploi.

LA CULTURE D'ENTREPRISE

En 2009, les évolutions relatives à la culture d'entreprise de la BCE ont essentiellement porté sur la diversité et l'éthique professionnelle. Un certain nombre d'initiatives ont été lancées en matière de gestion de la diversité : groupes de discussion sur la diversité liée au genre, organisation d'un premier forum de la diversité destiné à l'ensemble du personnel et création d'un groupe de projet interne sur la diversité liée au genre, en vue d'instaurer une convergence de vues sur ce sujet au sein de la BCE et de lancer un certain nombre d'initiatives à cet égard. Afin de renforcer le cadre éthique de la BCE, les règles régissant le comportement éthique ont été actualisées et l'ensemble des règles sont en cours d'intégration dans un recueil unique en vue de donner au personnel des orientations plus claires et plus cohérentes relatives aux normes éthiques auxquelles il doit se conformer.

LA POLITIQUE DE RECRUTEMENT

Le 31 décembre 2009, le nombre total d'agents en équivalent temps plein titulaires d'un contrat de travail à la BCE était de 1 563 (1 536 au 31 décembre 2008). Les recrutements externes destinés à pourvoir des emplois permanents ont été effectués sur la base de contrats à durée déterminée qui peuvent être transformés en contrats à durée indéterminée, en fonction de considérations organisationnelles et des performances individuelles. Au total, 64 nouveaux contrats à durée déterminée ont été proposés en 2009. Par ailleurs, 27 agents bénéficiant de contrats à durée déterminée ou permanents ont quitté la BCE en 2009 (45 en 2008). En outre, 131 contrats à court terme ont été conclus en 2009 (en plus de la prorogation de certains contrats proposés en 2008) pour

pallier les absences d'une durée inférieure à un an, tandis que 111 contrats à court terme sont arrivés à expiration durant l'année.

La BCE a continué de proposer des contrats de courte durée à des agents des BCN et des organisations internationales, favorisant ainsi un esprit d'équipe à l'échelle du SEBC et la collaboration avec les organisations internationales. Le 31 décembre 2009, 127 agents des BCN et des organisations internationales travaillaient à la BCE, où ils occupaient diverses fonctions (contre 122 le 31 décembre 2008).

En septembre 2009, la BCE a accueilli le quatrième groupe de participants à son *Graduate Programme*. Les participants, qui sont de jeunes diplômés d'universités de premier plan, ont une formation universitaire générale et se voient affectés à deux domaines d'activité, sur la base d'une rotation, pour une durée totale de deux ans.

Des stages ont été proposés tout au long de l'année à des étudiants et à des diplômés ayant une formation en économie, en statistiques, en administration des entreprises, en droit et en traduction. Le 31 décembre 2009, la BCE comptait 72 stagiaires. La BCE a également offert quatre postes de recherche au titre du programme de parrainage Wim Duisenberg, qui est ouvert à des économistes de premier plan, et cinq postes à de jeunes chercheurs dans le cadre du programme de parrainage Lamfalussy.

L'ÉVOLUTION PROFESSIONNELLE

Les mesures relatives à la mobilité et à l'évolution du personnel ont continué d'être les principaux outils d'évolution professionnelle à la BCE.

La politique de mobilité interne de la BCE, qui incite les membres du personnel à changer de poste tous les cinq ans, a continué d'offrir aux agents l'occasion d'élargir leur expertise et de développer leurs compétences. Cette politique permet à la BCE de sensibiliser davantage son personnel et d'accroître les synergies entre les métiers. La politique de recrutement en interne de la BCE vise à favoriser la mobilité

interne en mettant l'accent sur une large palette de compétences. Les règles ont été révisées afin que tous les postes de direction puissent être offerts en priorité aux candidats internes. En 2009, 196 personnes, dont 44 cadres dirigeants et conseillers, ont effectué une mobilité interne, sur une base temporaire ou de long terme.

La BCE, comme toutes les banques centrales du SEBC, participe activement au programme d'expérience professionnelle en externe préconisé par la Conférence sur les ressources humaines, qui lui permet de détacher du personnel dans les vingt-sept BCN de l'UE ou dans des organisations internationales à vocation financière (comme le FMI ou la BRI), pour des durées de deux à douze mois. En 2009, 21 agents ont été détachés dans le cadre de ce programme. En outre, la BCE a accordé des congés sans solde d'une durée maximale de trois ans à 31 agents. Huit d'entre eux ont pris un poste dans une BCN, une organisation internationale ou une entreprise privée. Les autres ont bénéficié de ces périodes de congé sans solde pour poursuivre des études ou pour d'autres raisons personnelles. À fin décembre 2009, 55 agents étaient en congé sans solde (contre 54 en 2008). Le nombre d'agents en congé parental s'élevait à 28 (contre 26 en 2008).

Un certain nombre d'initiatives ont été lancées en 2009 afin de favoriser le développement d'une culture de direction et de gestion de la BCE reposant sur des valeurs et de former les cadres dirigeants par le biais d'ateliers, de séminaires et de sessions de mentorat individuel. La formation des cadres dirigeants a essentiellement porté sur les compétences en matière de mentorat et de rétrocession d'informations, sur l'efficacité de la gestion des conflits, sur la capacité à faire évoluer les compétences et sur la gestion du changement. Par ailleurs, les cadres dirigeants ont participé à l'exercice de rétrocession d'informations émanant de différentes sources, au cours duquel les formateurs, les pairs et les interlocuteurs extérieurs identifient des points forts et des domaines de développement personnel.

Des actions de mentorat individuel ont été proposées sur la base de ces résultats.

La BCE a continué de promouvoir l'acquisition et le développement des qualifications et l'amélioration des compétences des membres du personnel. La formation et le développement des compétences à la BCE constituent une responsabilité partagée entre l'institution, les dirigeants et le personnel. Tandis que la BCE procure les moyens budgétaires et le cadre de formation et que les cadres dirigeants définissent les besoins de formation des agents requis par leur poste actuel, les agents doivent prendre les dispositions nécessaires en matière de formation et de développement des compétences et veiller à ce que leur expertise se maintienne au plus haut niveau. Outre de nombreuses possibilités de formation interne, le personnel a continué de profiter des possibilités de formation externe pour répondre à des besoins de formation individuelle de nature plus « technique ». Il a aussi bénéficié des possibilités offertes dans le cadre de programmes de formation du SEBC ou de formations proposées par les BCN. Par ailleurs, la BCE a répondu aux demandes de 15 agents souhaitant acquérir une qualification susceptible de renforcer leurs compétences professionnelles au-delà du niveau requis par leur poste actuel.

LES CONDITIONS D'EMPLOI

Les conditions d'emploi à la BCE sont conçues pour être attrayantes et pour respecter l'équilibre entre les besoins du personnel et ceux de l'institution. En 2009, les changements apportés aux conditions d'emploi de la BCE ont porté sur la sécurité sociale et sur l'équilibre entre vie professionnelle et vie privée.

La BCE a revu le régime de retraite de son personnel afin d'en assurer la viabilité financière à long terme et la bonne gestion financière. Les cotisations de la BCE et du personnel ont été relevées pour passer, respectivement, de 16,5 % à 18 % et de 4,5 % à 6 % du salaire de base. Le régime de retraite existant a été gelé le 31 mai 2009 et un nouveau régime a été introduit le 1^{er} juin 2009. Les droits du personnel acquis

au titre du précédent régime ont été préservés, et certains éléments structurels, tels que l'âge normal de départ en retraite, à 65 ans, des agents de la BCE et la possibilité de retraite anticipée, ont été maintenus dans le nouveau régime.

La BCE a continué d'aider son personnel en matière de garde d'enfants et de conciliation entre engagements professionnels et familiaux. Le nombre d'agents en congé parental sans solde s'élevait à 28 au 31 décembre 2009 (contre 26 en 2008). Le projet pilote sur le travail à distance, lancé en 2008, a été prolongé sur l'année 2009. Selon une enquête visant à évaluer les avantages et les inconvénients de cette nouvelle politique, le travail à distance est largement apprécié à la fois par le personnel et par les dirigeants. La BCE va maintenant décider de quelle façon elle intégrera ce dispositif comme une donnée permanente de ses politiques de gestion des ressources humaines.

2.2 LES RELATIONS AVEC LE PERSONNEL ET LE DIALOGUE SOCIAL

La BCE reconnaît l'importance du dialogue avec les membres de son personnel. En 2009, la BCE a consulté les représentants du personnel sur des questions relatives à la rémunération, à l'emploi, aux conditions de travail, aux conditions de santé et de sécurité et à la réforme des retraites et elle a continué d'entretenir un dialogue avec ces représentants en ce qui concerne l'emploi et les questions sociales.

Une discussion avec le syndicat reconnu, visant à améliorer le dialogue social à la BCE, a eu lieu au dernier trimestre 2009.

2.3 LE NOUVEAU SIÈGE DE LA BCE

En février 2009, la BCE a lancé une nouvelle procédure d'appels d'offres pour les travaux de construction du nouveau siège dans le quartier *Ostend* de Francfort. Ces travaux ont été découpés en douze tranches distinctes, comptant un total de 69 lots. Les appels d'offres pour les

huit premières tranches, à savoir le gros œuvre, les travaux d'infrastructure, les ascenseurs, les façades, les travaux de couverture, les systèmes d'accès en hauteur, les équipements mécaniques et les équipements électriques, qui représentent environ 80 % des coûts de construction, ont été réalisés en 2009. Les appels d'offres pour les quatre dernières tranches seront lancés courant 2010 et 2011.

La stratégie d'appels d'offres retenue a été couronnée de succès : les offres soumises pour les huit premières tranches par des entreprises de construction grandes et moyennes implantées dans toute l'Europe se situaient dans les limites de l'enveloppe budgétaire de quelque 500 millions d'euros prévue pour les coûts de construction (à prix constants de 2005).

Au vu de ces résultats positifs, le Conseil des gouverneurs a décidé le 17 décembre 2009 de commencer les travaux de construction au printemps 2010. Les nouveaux locaux devraient être achevés fin 2013.

Dès le début du projet, la BCE s'est efforcée de garantir le caractère extrêmement économe en énergie du nouveau bâtiment. Son objectif était d'atteindre des niveaux de consommation d'énergie inférieurs de 30 % à la norme allemande applicable lors de la délivrance du permis de construire. Le concept énergétique prévu pour le nouveau siège comprend un certain nombre de dispositifs permettant des économies d'énergie, notamment une isolation efficace, une ventilation naturelle, un éclairage consommant peu d'énergie, un recyclage des eaux pluviales et l'utilisation du sol comme source d'énergie pour le refroidissement et le chauffage.

2.4 L'OFFICE DE COORDINATION DES ACHATS DE L'EUROSYSTÈME

En 2009, l'Office de coordination des achats de l'Eurosystème (*Eurosystem Procurement Coordination Office* – EPCO) a coordonné les travaux dans trois domaines qui avaient été identifiés en 2008 comme présentant des

opportunités potentielles d'achats conjoints : les transports aériens pour se rendre aux réunions du SEBC, les réservations groupées de chambres d'hôtel et le matériel de conditionnement des billets. L'EPCO a également coordonné trois analyses approfondies relatives aux licences informatiques pour les progiciels et les logiciels, aux fournisseurs de données de marché ainsi qu'aux agences de notation.

Par ailleurs, l'EPCO a poursuivi l'échange, initié en 2008, de pratiques de référence dans le domaine des achats.

informatiques, et son système de gestion pour le portage de projets informatiques a été certifié conforme à la norme ISO 9001 : 2008.

La gouvernance informatique au sein du SEBC a été encore renforcée avec l'adoption d'une politique de gouvernance de l'architecture du SEBC et d'une politique de gestion des services informatiques sous la direction du Comité de pilotage informatique de l'Eurosysteme.

2.5 LES QUESTIONS ENVIRONNEMENTALES

En 2009, la BCE a mis en place un système de gestion environnementale (*Environmental Management System* – EMS), conforme au cadre environnemental adopté par le Directoire fin 2007. Ce système, fondé sur la norme EN ISO 14001 reconnue au niveau international, vise à l'amélioration en continu de la performance environnementale de la BCE. La certification de l'EMS et son enregistrement, conformément au règlement (CE) n° 761/2001 du Parlement européen et du Conseil sur la participation à un système de management environnemental et d'audit, sont prévus pour mi-2010. Par ailleurs, un programme visant à réduire au minimum l'empreinte écologique de la BCE a été mis en place.

2.6 LA GESTION DES SERVICES INFORMATIQUES

En 2009, un examen stratégique des fonctions informatiques de la BCE a été réalisé, aboutissant à la rationalisation de la structure organisationnelle de la Direction générale des Systèmes d'information et à la création d'un plan stratégique informatique. Ce plan vise à l'alignement stratégique avec les utilisateurs des services informatiques, dont les besoins seront pris en charge de façon intégrée pendant tout le cycle de vie du service. La BCE a passé avec succès son premier audit de surveillance ISO/IEC 20000, qui évalue la gestion des services

3 LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES

En 2009, les activités de la Conférence sur les ressources humaines (HRC) et de son groupe de travail sur la formation et le développement ont couvert divers aspects de la gestion des ressources humaines. Une conférence sur la gestion de la santé s'est tenue en février, traitant principalement des mesures destinées à améliorer la santé du personnel et de la gestion des congés maladie. D'autres sujets abordés par la Conférence sur les ressources humaines ont été la gestion de la connaissance et la gestion des détachements de personnel. Dans ce dernier domaine, la Conférence sur les ressources humaines a organisé un atelier sur l'assistance aux personnes détachées à l'étranger avant, pendant et après leur mission.

Une brochure en ligne a été réalisée pour encourager la mobilité et le développement des compétences au sein du SEBC. Elle sera publiée sur les sites intranet des différentes banques centrales.

À partir d'une analyse des besoins, la Conférence sur les ressources humaines a élaboré un programme de séminaire pour le SEBC sur les compétences en gestion de projet. Ce programme, qui sera mis en place en 2010, a trait essentiellement à la méthodologie de gestion de projet, mais aussi aux compétences douces (*soft skills*) nécessaires dans un environnement de projet.

4 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC

Le dialogue social au sein du SEBC est une instance de concertation impliquant la BCE et les représentants du personnel des banques centrales du SEBC ainsi que les fédérations syndicales européennes¹⁸. Il a pour objet de fournir des informations et de débattre des questions susceptibles d'avoir une incidence notable sur les conditions d'emploi dans les banques centrales du SEBC. Les informations sont diffusées au moyen d'une lettre d'information semestrielle et lors de réunions qui se tiennent à Francfort deux fois par an.

En 2009, le Dialogue social au sein du SEBC a célébré son dixième anniversaire. Les réunions ont été consacrées essentiellement à la surveillance financière et à la création du Comité européen du risque systémique, aux questions relatives à la coopération et à la spécialisation au sein de l'Eurosystème, ainsi qu'au portefeuille de projets informatiques du SEBC. Ont également été examinées les questions concernant la production de billets de banque et la circulation fiduciaire ainsi que les systèmes de paiement. Les représentants du personnel ont été informés des travaux réalisés par la Conférence sur les ressources humaines.

Les réunions *ad hoc* sur la production de billets de banque et la circulation fiduciaire ont continué de traiter les questions techniques relatives aux billets de banque avant la réunion plénière du Dialogue social au sein du SEBC. Le groupe de travail sur le Dialogue social au sein du SEBC s'est réuni à nouveau en octobre pour discuter des possibilités de renforcer les échanges d'information entre la BCE et les syndicats.

¹⁸ Le Comité permanent des syndicats des banques centrales européennes (CPSBCE), UNI-Europa Finance et la Fédération syndicale européenne des services publics (FSESP).

5 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE

RAPPORT DE GESTION POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2009

I NATURE DE L'ACTIVITÉ

Les activités de la BCE en 2009 sont décrites en détail dans les chapitres correspondants du *Rapport annuel*.

2 OBJECTIFS ET MISSIONS

Les objectifs et missions de la BCE sont décrits dans les statuts du SEBC (articles 2 et 3). Une vue d'ensemble de la réalisation de ces objectifs est intégrée dans l'avant-propos du président au *Rapport annuel*.

3 RESSOURCES, RISQUES ET PROCÉDURES : PRINCIPAUX ÉLÉMENTS

GOVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE

Les informations relatives au gouvernement d'entreprise de la BCE sont exposées dans le chapitre 7 du *Rapport annuel*.

MEMBRES DU DIRECTOIRE

Les membres du Directoire sont nommés à la majorité qualifiée par les gouvernements des États membres au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, sur recommandation du Conseil de l'UE et après consultation du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs, parmi des personnes dont l'autorité et l'expérience professionnelle dans le domaine monétaire ou bancaire sont reconnues.

Les conditions d'emploi des membres du Directoire sont fixées par le Conseil des gouverneurs sur proposition d'un comité comprenant trois membres nommés par le Conseil des gouverneurs et trois membres nommés par le Conseil de l'UE.

Les émoluments des membres du Directoire sont indiqués dans la note 30 « Charges de personnel » des comptes annuels.

PERSONNEL

L'effectif moyen (en équivalent temps plein) employé par la BCE¹ est passé de 1 499 en 2008 à 1 530 en 2009. À la fin de 2009, l'effectif total s'élevait à 1 563. Des informations complémentaires figurent dans la note 30 « Charges de personnel » des comptes annuels et au chapitre 7, section 2, qui décrit également la stratégie des ressources humaines de la BCE.

ACTIVITÉS DE PLACEMENT ET GESTION DU RISQUE

Le portefeuille de réserves de change de la BCE se compose des avoirs de réserve qui lui ont été transférés par les BCN de la zone euro en vertu des dispositions de l'article 30 des statuts du SEBC et des revenus y afférents. Il a pour objet de financer les opérations de la BCE sur le marché des changes aux fins énoncées dans le Traité.

Le portefeuille de fonds propres de la BCE reflète le placement de (a) son capital libéré, (b) de la contrepartie de la provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or, (c) du fonds de réserve générale et (d) des revenus accumulés sur ce portefeuille au fil des années. Son objectif est de doter la BCE des revenus nécessaires à la couverture de ses dépenses d'exploitation.

Les activités de placement de la BCE et sa gestion des risques associés sont décrites de façon plus détaillée dans le chapitre 2 du *Rapport annuel*.

PROCÉDURE BUDGÉTAIRE

Le Comité budgétaire (BUCOM), composé d'experts de la BCE et des BCN de la zone

¹ Ces chiffres ne comprennent pas les employés bénéficiant d'un congé sans solde. Ils recouvrent l'ensemble des effectifs disposant d'un contrat à durée indéterminée, à durée déterminée ou de court terme ainsi que les participants au *Graduate Programme* de la BCE. Les employés en congé de maternité ou en congé de maladie de long terme sont également inclus.

euro, est un acteur essentiel de la procédure de gestion financière de la BCE. Conformément à l'article 15 du règlement intérieur, le BUCOM assiste le Conseil des gouverneurs en lui fournissant une évaluation détaillée des propositions relatives au budget annuel de la BCE et des demandes de financement budgétaire supplémentaire du Directoire, avant leur soumission au Conseil des gouverneurs pour approbation. Un contrôle des dépenses par rapport aux budgets adoptés est régulièrement effectué par le Directoire, en tenant compte de l'avis de la fonction de contrôle interne de la BCE, et par le Conseil des gouverneurs avec l'assistance du BUCOM.

4 RÉSULTATS FINANCIERS

COMPTES FINANCIERS

En vertu de l'article 26.2 des statuts du SEBC, les comptes annuels de la BCE sont établis par le Directoire, conformément aux principes fixés par le Conseil des gouverneurs. Ces comptes sont ensuite approuvés par le Conseil des gouverneurs, avant d'être publiés.

PROVISION POUR RISQUES DE CHANGE, DE TAUX D'INTÉRÊT, DE CRÉDIT ET DE VARIATION DU COURS DE L'OR

La plupart des éléments d'actif et de passif de la BCE étant réévalués périodiquement aux cours de change et aux prix des titres en vigueur à cette date, la rentabilité de la BCE est fortement affectée par son exposition au risque de change et, dans une moindre mesure, au risque de taux d'intérêt. Ces risques découlent principalement de son portefeuille d'actifs de réserve officiels en dollars, en yens et en or, investis essentiellement en instruments portant intérêts.

En 2005, compte tenu de l'exposition importante de la BCE à ces risques et du niveau atteint par

ses comptes de réévaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de constituer une provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or. Il a également convenu que la somme de la provision et des montants détenus dans le fonds de réserve générale ne pouvait dépasser la valeur des parts libérées par les BCN de la zone euro dans le capital de la BCE. En 2009, à la suite de l'instauration du programme d'achat d'obligations sécurisées (cf. la note 5 des comptes annuels « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro »), le Conseil des gouverneurs a décidé d'élargir le champ d'application de la provision pour risques afin de couvrir également le risque de crédit.

Au 31 décembre 2008, cette provision s'élevait à 4 014 961 580 euros. Conformément à l'article 49.2 des statuts du SEBC, la Národná banka Slovenska y a contribué pour un montant de 40 290 173 euros avec effet au 1^{er} janvier 2009. En outre, tenant compte des résultats de son évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de reprendre, au 31 décembre 2009, un montant de 34 806 031 euros de cette provision afin de respecter le plafond maximum autorisé. Les évolutions mentionnées ci-dessus ont eu pour incidence nette une augmentation du montant de la provision, qui est passée à 4 020 445 722 euros, ce qui correspond à la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro au 31 décembre 2009.

Cette provision sera affectée à la couverture des pertes réalisées et latentes, en particulier des moins-values latentes non couvertes par les comptes de réévaluation. Son montant et son adéquation sont revus chaque année, en fonction d'une série de facteurs, parmi lesquels le niveau des portefeuilles d'actifs risqués, l'ampleur de l'exposition aux risques matérialisés sur l'exercice financier en cours, les résultats attendus pour l'exercice à venir et une évaluation des risques à partir de calculs de *Value at Risk* (VaR) sur les actifs à risque, effectuée à intervalles réguliers.

RÉSULTATS FINANCIERS EN 2009

En 2009, le revenu net de la BCE avant la reprise de la provision pour risques s'est établi à 2,218 milliards d'euros, contre 2,661 milliards d'euros en 2008. Le bénéfice net de 2,253 milliards d'euros après cette reprise a été distribué aux BCN.

En 2008, la dépréciation de l'euro par rapport au yen et au dollar s'est traduite par des plus-values latentes à hauteur de 3,6 milliards d'euros. Ces plus-values ont été enregistrées dans les comptes de réévaluation, conformément aux règles et méthodes comptables que le Conseil des gouverneurs a établies pour l'Eurosystème. En 2009, l'appréciation de l'euro par rapport au yen et au dollar s'est traduite par une diminution de 1,5 milliard d'euros de ces comptes de réévaluation, tandis que la hausse sensible du cours de l'or a entraîné une augmentation de 2 milliards d'euros des plus-values latentes correspondantes.

En 2009, le produit net d'intérêt est revenu à 1,547 milliard d'euros, contre 2,381 milliards en 2008, en raison essentiellement (a) du recul des revenus issus de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème, reflétant un taux marginal moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème inférieur en 2009, et (b) de la baisse du produit net d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises, due principalement au niveau plus bas en moyenne des taux d'intérêt appliqués aux actifs libellés en dollars cette année-là. La diminution qui en a résulté n'a été que partiellement compensée par une baisse de la rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés à la BCE.

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières sont passées de 662 millions d'euros en 2008 à 1,103 milliard d'euros en 2009, en raison essentiellement (a) de la hausse des plus-values nettes réalisées sur les ventes de titres en 2009 et (b) d'un accroissement des plus-values réalisées sur les ventes d'or dû à

la hausse sensible du cours de l'or en 2009 et à une augmentation en volume de ces ventes cette année-là. Ces ventes d'or ont été réalisées conformément à l'accord sur les avoirs en or des banques centrales, entré en vigueur le 27 septembre 2004, dont la BCE est signataire.

Les charges d'exploitation de la BCE, y compris les amortissements, sont passées de 388 millions d'euros en 2008 à 401 millions d'euros en 2009.

MODIFICATION DU CAPITAL DE LA BCE

Conformément à l'article 29.3 des statuts du SEBC, la clé de répartition applicable aux BCN pour la souscription au capital de la BCE doit être adaptée tous les cinq ans. Une deuxième modification de cette clé depuis la mise en place de la BCE a été effectuée le 1^{er} janvier 2009.

En outre, en vertu de la décision 2008/608/CE du Conseil du 8 juillet 2008, conformément à l'article 122, paragraphe 2, du Traité, la Slovaquie a adopté la monnaie unique le 1^{er} janvier 2009. Par conséquent, en application de l'article 49.1 des statuts du SEBC, la Národná banka Slovenska a libéré à cette date le reliquat de sa contribution au capital de la BCE.

La modification des parts des BCN dans la clé de répartition du capital de la BCE à la suite de l'adhésion de la Slovaquie à la zone euro s'est traduite par une augmentation du capital libéré de la BCE, qui est passé de 4,137 milliards d'euros au 31 décembre 2008 à 4,142 milliards d'euros au 1^{er} janvier 2009. La note 16 « Capital et réserves » des comptes annuels présente les détails de ces changements.

5 AUTRES QUESTIONS

RÉVISION DU RÉGIME DE RETRAITE DE LA BCE

En 2009, la BCE a passé en revue le régime de retraite des membres de son personnel afin d'en assurer la viabilité financière à long terme.

Il a été procédé au gel du régime de retraite existant, au 31 mai 2009, et un nouveau régime de retraite a été introduit à compter du 1^{er} juin 2009. Des informations complémentaires figurent dans la note « Le régime de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi », section « Les règles et méthodes comptables » des comptes annuels, et dans le chapitre 7, section 2, du *Rapport annuel* qui décrit également les conditions d'emploi à la BCE.

BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2009

ACTIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2009 EUROS	2008 EUROS
Avoirs et créances en or	1	12 355 158 122	10 663 514 154
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	2		
Créances sur le FMI		346 455 675	346 651 334
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		35 109 527 121	41 264 100 632
		35 455 982 796	41 610 751 966
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	2	3 293 593 476	22 225 882 711
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	3		
Comptes auprès des banques, titres et prêts		0	629 326 381
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	4	5 000	25 006
Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	5		
Titres détenus à des fins de politique monétaire		2 181 842 083	0
Créances intra-Eurosystème	6		
Créances relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème		64 513 307 300	61 021 794 350
Autres créances intra-Eurosystème (nettes)		6 359 967 425	234 095 515 333
		70 873 274 725	295 117 309 683
Autres actifs	7		
Immobilisations corporelles		221 886 920	202 690 344
Autres actifs financiers		11 816 451 684	10 351 859 696
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan		20 951 426	23 493 348
Produits à recevoir et charges constatées d'avance		775 782 372	1 806 184 794
Divers		1 003 035 232	1 272 185 672
		13 838 107 634	13 656 413 854
Total de l'actif		137 997 963 836	383 903 223 755

PASSIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2009 EUROS	2008 EUROS
Billets en circulation	8	64 513 307 300	61 021 794 350
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	9	1 056 000 000	1 020 000 000
Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	10	9 515 160 271	253 930 530 070
Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	11	0	272 822 807
Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	11		
Dépôts, comptes et autres engagements		18 752 058	1 444 797 283
Engagements intra-Eurosystème	12		
Engagements au titre du transfert de réserves de change		40 204 457 215	40 149 615 805
Autres engagements	13		
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan		196 041 410	1 130 580 103
Charges à payer et produits constatés d'avance		731 468 960	2 284 795 433
Divers		409 204 389	1 797 414 878
		1 336 714 759	5 212 790 414
Provisions	14	4 042 873 982	4 038 858 227
Comptes de réévaluation	15	10 915 251 958	11 352 601 325
Capital et réserves	16		
Capital		4 142 260 189	4 137 159 938
Bénéfice de l'exercice		2 253 186 104	1 322 253 536
Total du passif		137 997 963 836	383 903 223 755

COMPTE DE RÉSULTAT POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2009

	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2009 EUROS	2008 EUROS
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises		700 216 277	1 036 423 272
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		787 157 441	2 230 477 327
Autres produits d'intérêt		5 608 442 130	9 956 981 127
<i>Produits d'intérêt</i>		<i>7 095 815 848</i>	<i>13 223 881 726</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés		(443 045 045)	(1 400 368 012)
Autres charges d'intérêt		(5 105 724 953)	(9 442 319 040)
<i>Charges d'intérêt</i>		<i>(5 548 769 998)</i>	<i>(10 842 687 052)</i>
Produit net d'intérêt	24	1 547 045 850	2 381 194 674
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	25	1 102 597 118	662 342 084
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	26	(37 939 649)	(2 662 102)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation du cours de l'or		34 806 031	(1 339 019 690)
Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques		1 099 463 500	(679 339 708)
Charge nette de commissions	27	(16 010)	(149 007)
Produits des actions et des titres de participation	28	934 492	882 152
Autres produits	29	6 783 936	7 245 593
Total des produits nets		2 654 211 768	1 709 833 704
Charges de personnel	30	(187 314 707)	(174 200 469)
Autres charges d'exploitation	31	(186 447 503)	(183 224 063)
Amortissement des immobilisations corporelles		(21 042 602)	(23 284 586)
Service de production des billets	32	(6 220 852)	(6 871 050)
Bénéfice/(perte) de l'exercice		2 253 186 104	1 322 253 536

Francfort-sur-le-Main, le 23 février 2010

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Jean-Claude Trichet
Président

LES RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES ¹

LA FORME ET LA PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

Les états financiers de la BCE ont été élaborés de manière à donner une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations. Ils ont été établis conformément aux règles et méthodes comptables², que le Conseil des gouverneurs de la BCE estime adaptées à la nature de l'activité d'une banque centrale et qui sont exposées ci-après.

LES RÈGLES COMPTABLES

Les règles comptables appliquées sont les suivantes : réalité économique et transparence, prudence, prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture du bilan, importance relative, principe de spécialisation des exercices, principe de continuité de l'exploitation, permanence des méthodes et comparabilité.

LA COMPTABILISATION DE L'ACTIF ET DU PASSIF

Un élément d'actif ou de passif n'est comptabilisé au bilan que lorsqu'il est probable que tout gain ou perte économique futur bénéficiera à ou sera supportée par la BCE, que l'essentiel des risques et avantages associés à l'actif ou au passif a été transféré à la BCE, et que le coût ou la valeur de l'actif ou le montant de la dette peut être mesuré de manière fiable.

LA BASE COMPTABLE

Les comptes ont été établis sur la base des coûts historiques, modifiés pour valoriser au prix de marché les titres négociables (autres que ceux classés comme détenus jusqu'à l'échéance), l'or ainsi que l'ensemble des autres éléments d'actif et de passif libellés en devises inscrits au bilan et hors bilan. Les opérations portant sur des actifs et passifs financiers sont comptabilisées à la date de règlement.

À l'exception des titres, les opérations sur instruments financiers libellés en devises sont enregistrées sur des comptes hors bilan à la

date d'opération. À la date de règlement, les inscriptions hors bilan sont contre-passées et les opérations sont enregistrées dans les comptes de bilan. Les achats et ventes de devises influent sur la position nette en devises à la date d'opération et les plus-values et moins-values réalisées provenant des ventes sont également calculées à cette date. Les intérêts, primes et décotes courus relatifs aux instruments financiers libellés en devises sont calculés et comptabilisés quotidiennement. Ainsi, la position en devises est également modifiée quotidiennement lorsque ces intérêts courus sont comptabilisés.

LES ACTIFS ET PASSIFS EN OR ET DEVISES

Les actifs et passifs libellés en devises sont convertis en euros sur la base du cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et charges sont convertis sur la base du cours de change en vigueur à la date d'enregistrement. La réévaluation des éléments d'actif et de passif libellés en devises s'effectue devise par devise, pour les instruments inscrits au bilan comme pour le hors bilan.

La réévaluation au prix du marché des éléments d'actif et de passif libellés en devises est traitée indépendamment de la réévaluation du cours de change.

L'or est valorisé au cours prévalant sur le marché à la fin de l'exercice. Il n'est fait aucune différence entre l'effet prix et l'effet cours de change pour la réévaluation de l'or. L'or est valorisé uniquement sur la base de son prix en euros par once d'or fin, calculé, pour l'exercice s'achevant le 31 décembre 2009, à partir du cours de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 31 décembre 2009.

1 Les règles et méthodes comptables de la BCE sont exposées de manière détaillée dans la décision BCE/2006/17, JO L 348 du 11.12.2006, p. 38, modifiée.

2 Ces règles et méthodes comptables sont conformes aux dispositions de l'article 26.4 des statuts du SEBC, qui imposent la normalisation des règles relatives aux procédures comptables et d'information financière régissant les opérations de l'Eurosystème.

LES TITRES

Les titres (autres que ceux classés comme détenus jusqu'à l'échéance) et autres actifs négociables sont valorisés soit au prix moyen du marché, soit à partir de la courbe des taux de rendement considérée, à la date de clôture de l'exercice, ligne de titre par ligne de titre. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2009, les prix moyens du marché au 30 décembre 2009 ont été utilisés.

Les titres négociables classés comme détenus jusqu'à l'échéance, les titres non négociables et les actions illiquides sont valorisés à leur prix d'acquisition et soumis à dépréciation.

LES MODALITÉS D'ENREGISTREMENT DES PRODUITS

Les produits et charges sont pris en compte pendant la période au cours de laquelle ils sont respectivement acquis ou dus. Les plus-values et moins-values réalisées sur la vente de devises, d'or et de titres sont portées au compte de résultat. Ces plus-values et moins-values réalisées sont calculées par rapport au coût moyen de l'actif concerné.

Les plus-values latentes ne sont pas enregistrées en produits, mais directement dans un compte de réévaluation.

Les moins-values latentes sont portées au compte de résultat pour la partie qui excède, à la fin de l'exercice, les gains de réévaluation précédemment enregistrés dans le compte de réévaluation correspondant. Les moins-values latentes sur un titre ou une devise spécifique ou sur l'or ne sont pas compensées par des plus-values latentes portant respectivement sur d'autres titres, devises ou sur l'or. Dans le cas d'une moins-value latente sur un poste du bilan porté au compte de résultat, le coût moyen de ce poste est ramené au taux de change ou à la valeur de marché en fin d'année.

Les pertes pour dépréciation sont portées au compte de résultat et ne sont pas contre-passées

les années suivantes, sauf en cas de diminution de la dépréciation pouvant être attribuée à un événement observable survenu après sa comptabilisation initiale.

Les primes ou décotes nées de l'acquisition de titres, y compris ceux classés comme détenus jusqu'à l'échéance, sont assimilées à des intérêts et étalées sur la durée de vie résiduelle de la ligne de titres concernée.

LES OPÉRATIONS DE CESSION TEMPORAIRE

Il s'agit d'opérations par lesquelles la BCE achète ou vend des titres dans le cadre d'un accord de pension ou accorde des prêts adossés à des garanties.

Dans le cadre d'une mise en pension, des titres sont vendus contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les racheter à la contrepartie à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées au passif du bilan comme des dépôts garantis par des titres et donnent 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 résultat.

Les opérations de cession temporaire (y compris les opérations de prêt de titres) effectuées dans le cadre d'un programme automatisé de prêt de titres ne sont comptabilisées dans le bilan que dans le cas où la garantie est fournie sous la forme d'espèces placées sur un compte de la BCE. En 2009, la BCE n'a pas reçu de garanties sous cette forme pour de telles opérations.

LES INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Les instruments en devises, à savoir les opérations de change à terme, les composantes à terme des *swaps* de change et autres instruments en devises entraînant l'échange d'une devise contre une autre à une date future, sont inclus dans les positions nettes en devises pour le calcul des gains et des pertes de change.

La réévaluation des instruments de taux d'intérêt s'effectue ligne à ligne. Les appels de marge quotidiens sur les encours de contrats à terme de taux d'intérêt sont enregistrés dans le compte de résultat. La valorisation des opérations à terme sur titres et des *swaps* de taux d'intérêt est effectuée à l'aide de méthodes communément admises qui se fondent sur les prix de marché observables et les taux d'actualisation, de la date de règlement à la date de valorisation.

LES ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

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.

D'importants événements postérieurs à la date de clôture du bilan, n'affectant pas les éléments d'actif et de passif du bilan à cette date, sont détaillés dans l'annexe.

LES SOLDES INTRA-SEBC/LES SOLDES INTRA-EUROSYSTÈME

Les transactions intra-SEBC sont des opérations transfrontières réalisées entre deux banques centrales de l'UE. Elles sont principalement traitées *via* le système TARGET2 (Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel, cf. le chapitre 2 du *Rapport annuel*) et font apparaître des soldes bilatéraux sur les comptes réciproques des banques centrales de l'UE connectées

à TARGET2. Ces soldes bilatéraux sont quotidiennement affectés à la BCE, chaque BCN n'ayant ainsi qu'une position bilatérale nette unique vis-à-vis de la seule BCE. Cette position, inscrite sur les livres de la BCE, représente la créance nette ou l'engagement net de chaque BCN envers le reste du SEBC.

Les soldes intra-SEBC libellés en euros des BCN de la zone euro auprès de la BCE (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 intra-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 auprès de la BCE, qui découlent de leur participation à TARGET2³, figurent dans le poste « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ».

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, partant du trimestre qui suit l'acquisition et s'étalant sur la durée d'utilisation estimée de l'actif, à savoir :

³ Au 31 décembre 2009, les BCN n'appartenant pas à la zone euro participant à TARGET2 étaient les suivantes : Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski et Eesti Pank.

Ordinateurs, matériels et logiciels informatiques connexes, véhicules	4 ans
Matériel, mobilier et équipement	10 ans
Immobilisations dont le coût est inférieur à 10 000 euros	Passées en totalité en charge l'année de leur acquisition

La période d'amortissement des dépenses immobilisées liées aux locaux loués actuellement par la BCE et à leur maintenance 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 RÉGIME DE RETRAITE DE LA BCE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

La BCE offre à ses agents un régime de retraite à prestations définies. Ce régime est financé par des actifs détenus dans un fonds de retraite à long terme.

La BCE a procédé, en 2009, à un réexamen du régime de retraite des membres de son personnel afin d'en assurer la viabilité financière à long terme. À la suite de ce réexamen, le régime de retraite en vigueur a été « gelé » au 31 mai 2009 et les droits acquis par les membres du personnel au titre de ce régime ont été préservés.

Un nouveau régime de retraite destiné au personnel en poste et aux futurs employés a été introduit à compter du 1^{er} juin 2009. Il comporte une hausse des cotisations obligatoires en pourcentage du salaire de base de 16,5 % à 18 % pour la BCE et de 4,5 % à 6 % pour chaque membre du personnel. À l'instar de ce qui prévalait dans le cadre du régime « gelé », les membres du personnel peuvent effectuer des versements supplémentaires au titre du nouveau régime, sur une base volontaire dans un fonds à cotisations définies donnant droit à des prestations complémentaires⁴.

LE BILAN

L'élément figurant au passif du bilan au titre du régime à prestations définies est la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies à la date de clôture du bilan, *diminuée*

de la juste valeur des actifs du fonds de pension servant à financer ces engagements, corrigée des écarts actuariels non comptabilisés.

L'obligation au titre des prestations définies est calculée tous les ans par des actuaires indépendants à l'aide de la méthode des unités de crédit projetées. La valeur actuelle de cette obligation est 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.

LE COMPTE DE RÉSULTAT

Le montant net imputé au compte de résultat recouvre :

- (a) le coût des services rendus au cours de l'exercice au titre des prestations ;
- (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

⁴ Les fonds versés volontairement par chaque membre du personnel peuvent être utilisés au moment de la retraite pour acheter des droits à pension supplémentaires. Ceux-ci sont inclus dans l'engagement au titre des prestations définies à compter de cette date.

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 de la BCE et au risque d'invalidité du personnel ne sont pas financées par un mécanisme spécifique. Le coût attendu de ces avantages est comptabilisé sur la durée du mandat/de service des membres du Directoire/du personnel, à l'aide d'une approche comptable analogue à celle des régimes de retraite à prestations définies. Les écarts actuariels sont enregistrés de la même manière que décrit 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 BCN de la zone euro, qui constituent ensemble l'Eurosystème, émettent les billets de banque en euros⁵. La valeur totale des billets en euros en circulation est répartie entre les banques centrales de l'Eurosystème le dernier jour ouvré de chaque mois, conformément à la clé de répartition des billets⁶.

La part attribuée à la BCE représente 8 % de la valeur totale des billets en euros en circulation et figure au passif du bilan dans le poste « Billets en circulation ». La part allouée à la BCE est adossée à des créances sur les BCN. Ces créances, qui sont rémunérées⁷, figurent dans la sous-rubrique « Créances intra-Eurosystème : créances relatives à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème » (cf. « Les soldes intra-SEBC/les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Les produits d'intérêt de ces créances sont inclus dans le poste « Produit

net d'intérêt ». Ce revenu est dû intégralement aux BCN au cours de l'exercice même où il est dégagé, mais il est distribué le deuxième jour ouvré de l'exercice suivant⁸. Il est intégralement réparti, 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, de crédit et de variation du cours de l'or, et/ou sous réserve de toute décision du Conseil des gouverneurs d'imputer les charges supportées par la BCE à l'occasion de l'émission et du traitement des billets en euros.

RECLASSEMENTS

Les produits d'intérêt et les charges d'intérêt en devises résultant des opérations d'apport de liquidité en dollars et en francs suisses étaient précédemment comptabilisés dans la rubrique « Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises ». La BCE a décidé de reclasser ces positions dans les rubriques « Autres produits d'intérêt » et « Autres charges d'intérêt »⁹, afin que seuls les produits d'intérêt découlant de la gestion de ses réserves de change soient comptabilisés sous la rubrique « Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises ». Les montants comparables pour 2008 ont été ajustés comme suit:

5 Décision BCE/2001/15 du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros, JO L 337 du 20.12.2001, p. 52, modifiée

6 La « clé de répartition des billets en euros » désigne les pourcentages résultant de la prise en compte de la part de la BCE dans le total des billets en euros émis et de l'application à la part des BCN dans ce total d'une clé de répartition identique à celle du capital souscrit.

7 Décision BCE/2001/16 du 6 décembre 2001 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants à compter de l'exercice 2002, JO L 337 du 20.12.2001, p. 55, modifiée

8 Décision BCE/2005/11 du 17 novembre 2005 concernant la distribution aux banques centrales des États membres participants du revenu de la Banque centrale européenne relatif aux billets en euros en circulation, JO L 311 du 26.11.2005, p. 41

9 Les reclassements sont effectués conformément aux règles et méthodes comptables de la BCE définies dans la décision BCE/2006/17, JO L 348 du 11.12.2006, p. 38, modifiée.

	Montant publié en 2008 euros	Ajustement dû au reclassement euros	Montant corrigé euros
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises	997 075 442	39 347 830	1 036 423 272
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème	2 230 477 327	0	2 230 477 327
Autres produits d'intérêt	8 430 894 437	1 526 086 690	9 956 981 127
<i>Produits d'intérêt</i>	<i>11 658 447 206</i>	<i>1 565 434 520</i>	<i>13 223 881 726</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés	(1 400 368 012)	0	(1 400 368 012)
Autres charges d'intérêt	(7 876 884 520)	(1 565 434 520)	(9 442 319 040)
<i>Charges d'intérêt</i>	<i>(9 277 252 532)</i>	<i>(1 565 434 520)</i>	<i>(10 842 687 052)</i>
Produit net d'intérêt	2 381 194 674	0	2 381 194 674

QUESTIONS DIVERSES

Compte tenu du fait que la BCE est une banque centrale, le Directoire estime que la publication d'un tableau de flux de trésorerie ne fournirait pas d'éléments d'information supplémentaires pertinents aux lecteurs des états financiers.

Conformément à l'article 27 des statuts du SEBC et sur recommandation du Conseil des gouverneurs, le Conseil de l'UE a approuvé la nomination du cabinet *PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft* en tant que commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour une période de cinq ans s'achevant à la fin de l'exercice 2012.

ANNEXE AU BILAN

I AVOIRS ET CRÉANCES EN OR

Au 31 décembre 2009, la BCE détenait 16 122 146 onces¹⁰ d'or fin (17 156 546 onces en 2008). Cette diminution a résulté (a) de ventes à hauteur de 1 141 248 onces d'or fin effectuées conformément à l'accord sur les avoirs en or des banques centrales entré en vigueur le 27 septembre 2004, dont la BCE est signataire, et (b) du transfert par la Národná banka Slovenska à la BCE de 106 848 onces d'or fin¹¹ lors de l'adoption de la monnaie unique par la Slovaquie, conformément à l'article 30.1 des statuts du SEBC. La baisse de la valeur en euros de ces avoirs, qui a résulté de ces opérations, a été plus que compensée par une hausse significative du cours de l'or en 2009 (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

2 CRÉANCES EN DEVICES SUR DES RÉSIDENTS ET DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

CRÉANCES SUR LE FMI

Cette rubrique représente les avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) de la BCE au 31 décembre 2009. 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, PRÊTS ET AUTRES ACTIFS EN DEVICES ; ET CRÉANCES EN DEVICES SUR DES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Ces deux rubriques sont constituées de comptes ouverts auprès des banques, de prêts libellés en devises et de placements sous la forme de titres, libellés en dollars et en yens.

<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	2009 euros	2008 euros	Variation euros
Comptes courants	845 908 975	5 808 582 148	(4 962 673 173)
Dépôts sur le marché monétaire	636 977 905	573 557 686	63 420 219
Prises en pension	0	379 961 453	(379 961 453)
Titres	33 626 640 241	34 501 999 345	(875 359 104)
Total	35 109 527 121	41 264 100 632	(6 154 573 511)

<i>Créances sur des résidents de la zone euro</i>	2009 euros	2008 euros	Variation euros
Comptes courants	677 846	619 534	58 312
Dépôts sur le marché monétaire	3 292 915 630	22 225 263 177	(18 932 347 547)
Total	3 293 593 476	22 225 882 711	(18 932 289 235)

La valeur des comptes courants auprès des non-résidents de la zone euro a baissé en raison principalement des facteurs suivants :

- (a) au 31 décembre 2008, les comptes courants englobaient un montant de 3,9 milliards d'euros provenant du règlement de la « jambe couronne danoise » d'opérations de *swap* avec la Danmarks Nationalbank¹². Aucune

¹⁰ Correspondant à 501,5 tonnes

¹¹ Le transfert, d'une valeur totale équivalente à 66,5 millions d'euros, a été effectué avec effet au 1^{er} janvier 2009.

¹² La Danmarks Nationalbank et la BCE ont mis en place, en 2008, un dispositif d'échange réciproque de devises (accord de *swap*), dans le cadre duquel la BCE fournit des fonds en euros contre des couronnes danoises à la Danmarks Nationalbank pour la durée des opérations. Les fonds mis à disposition sont utilisés pour soutenir des mesures visant à améliorer la liquidité sur les marchés à court terme en euros.

opération de ce type n'était comptabilisée au 31 décembre 2009 ;

- (b) les encours en francs suisses¹³ provenant de l'accord de *swap* instauré avec la Banque nationale suisse ont diminué à la suite du recul sensible des opérations en cours au 31 décembre 2009 (cf. la note 10 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

La dépréciation du yen et du dollar par rapport à l'euro et la réduction des plus-values latentes sur les titres (cf. la note 15 « Comptes de réévaluation ») ont également contribué à la diminution de la valeur totale de ces positions.

Au 31 décembre 2008, les dépôts liés aux opérations conduites par les banques centrales de l'Eurosystème afin de fournir des liquidités en dollars aux établissements de crédit dans la zone euro étaient inclus dans la composante « Dépôts sur le marché monétaire auprès de résidents de la zone euro ». Aucun dépôt de ce type n'étant comptabilisé au 31 décembre 2009, cette composante s'est inscrite en forte baisse.

En outre, lors de l'adoption de la monnaie unique par la Slovaquie le 1^{er} janvier 2009, la Národná banka Slovenska a transféré à la BCE des avoirs de réserve libellés en dollars d'une valeur totale de 376,6 millions d'euros, conformément à l'article 30.1 des statuts du SEBC.

Au 31 décembre 2009, les avoirs nets en devises de la BCE¹⁴ libellés en dollars et en yens étaient les suivants :

	Devises en millions
Dollars	43 123
Yens	1 093 848

3 CRÉANCES EN EUROS SUR DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2008, cette rubrique comprenait principalement une créance de 460 millions d'euros sur la Magyar Nemzeti Bank dans le

cadre d'un accord avec la BCE portant sur des opérations de pension. Cet accord permet à la Magyar Nemzeti Bank d'emprunter jusqu'à 5 milliards d'euros en soutien de ses opérations d'apport de liquidités en euros. Aucune créance correspondante n'était comptabilisée au 31 décembre 2009.

4 AUTRES CRÉANCES EN EUROS SUR DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2009, cette créance était constituée d'un compte courant auprès d'un résident de la zone euro.

5 TITRES EN EUROS ÉMIS PAR DES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2009, cette rubrique englobait les titres acquis par la BCE dans le cadre du programme d'achat d'obligations sécurisées annoncé le 4 juin 2009 par le Conseil des gouverneurs. En vertu de ce programme, la BCE et les BCN ont commencé à acheter, à des fins de politique monétaire, des obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro. Ces achats devraient être menés à leur terme d'ici à fin juin 2010.

Le Conseil des gouverneurs a décidé de classer les obligations sécurisées dans la catégorie des titres détenus jusqu'à l'échéance

13 Les encours en francs suisses reflètent les mesures de contrôle des risques appliquées par la BCE dans le cadre de ses appels d'offres à taux variable portant sur des *swaps* de change EUR/CHF, qui revêtent la forme de marges initiales de 5 % pour les opérations à échéance d'une semaine.

14 Avoirs diminués des engagements libellés dans la devise correspondante qui font l'objet d'une réévaluation du cours de change. Ils sont compris dans les rubriques « Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro », « Créances en devises sur des résidents de la zone euro », « Produits à recevoir et charges constatées d'avance », « Engagements en devises envers des résidents de la zone euro », « Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro », « Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan » (au passif) et « Charges à payer et produits constatés d'avance », et prennent également en compte les opérations de change à terme et de *swap* de change figurant dans les rubriques de hors bilan. L'incidence des plus-values sur les instruments financiers libellés en devises n'est pas comprise.

(cf. « Les titres » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Au 31 décembre 2009, aucun indice ne portait à croire qu'il s'agissait d'actifs compromis.

6 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 (NETTES)

En 2009, cette rubrique comprend essentiellement les soldes constitués lors de l'utilisation du système TARGET2 par les BCN de la zone euro vis-à-vis de la BCE (cf. « Les soldes intra-SEBC/ intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). La diminution de cette position résulte principalement de la réduction de l'encours lié aux opérations de *swap* adossées (*back-to-back swaps*) conduites avec les BCN dans le cadre des opérations d'apport de liquidité en dollars (cf. la note 10 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

Cette rubrique inclut également le montant dû aux BCN de la zone euro relatif aux acomptes sur dividendes versés par la BCE au titre du revenu monétaire (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

	2009 euros	2008 euros
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de TARGET2	317 085 135 903	420 833 781 929
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de TARGET2	(309 938 011 037)	(185 532 591 178)

	2009 euros	2008 euros
Montants dus aux BCN de la zone euro relatifs aux acomptes sur dividendes versés par la BCE au titre du revenu monétaire	(787 157 441)	(1 205 675 418)
Autres créances intra-Eurosystème (nettes)	6 359 967 425	234 095 515 333

7 AUTRES ACTIFS

IMMOBILISATIONS CORPORELLES

Au 31 décembre 2009, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	2009 euros	2008 euros	Variation euros
Coût			
Terrains et immeubles	168 811 800	159 972 149	8 839 651
Matériels informatiques et logiciels	182 723 860	174 191 055	8 532 805
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	29 786 515	28 862 720	923 795
Immobilisations en cours	105 158 742	83 407 619	21 751 123
Autres immobilisations	3 668 526	3 577 485	91 041
Coût total	490 149 443	450 011 028	40 138 415
Amortissement cumulé			
Terrains et immeubles	(70 731 976)	(59 885 983)	(10 845 993)
Matériels informatiques et logiciels	(169 735 407)	(160 665 542)	(9 069 865)
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	(27 593 378)	(26 618 732)	(974 646)
Autres immobilisations	(201 762)	(150 427)	(51 335)
Total amortissement cumulé	(268 262 523)	(247 320 684)	(20 941 839)
Valeur comptable nette	221 886 920	202 690 344	19 196 576

La rubrique « Terrains et immeubles » s'est inscrite en hausse en raison principalement du paiement final lié à l'acquisition du terrain destiné aux futurs locaux de la BCE.

L'augmentation enregistrée dans la rubrique « Immobilisations en cours » résulte principalement des travaux liés à la construction des nouveaux locaux de la BCE. Les transferts de cette rubrique vers les comptes d'immobilisations corporelles correspondants interviendront une fois que les actifs seront utilisés.

AUTRES ACTIFS FINANCIERS

Cette rubrique comprend le placement des fonds propres de la BCE détenus au titre de la contrepartie directe du poste capital et réserves de la BCE (cf. la note 13 « Autres engagements ») ainsi que d'autres actifs financiers qui englobent les 3 211 actions de la Banque des règlements internationaux (BRI) comptabilisées au coût d'acquisition de 41,8 millions d'euros.

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes :

	2009 euros	2008 euros	Variation euros
Comptes courants en euros	8 748 115	4 936 630	3 811 485
Dépôts sur le marché monétaire en euros	0	150 000 000	(150 000 000)
Titres libellés en euros	11 295 095 956	9 675 505 128	1 619 590 828
Accords de prise en pension en euros	470 622 051	479 293 075	(8 671 024)
Autres actifs financiers	41 985 562	42 124 863	(139 301)
Total	11 816 451 684	10 351 859 696	1 464 591 988

L'augmentation nette de cette rubrique s'explique principalement par le placement dans le portefeuille de fonds propres de la contrepartie du montant transféré à la provision de la BCE pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or en 2008 ainsi que des revenus tirés du portefeuille de fonds propres en 2009.

ÉCARTS DE RÉÉVALUATION SUR INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Cette rubrique recouvre principalement les effets de valorisation des opérations de *swap* de change et de change à terme comptabilisés au 31 décembre 2009 (cf. la note 21 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces effets de valorisation résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros aux cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros résultant de la conversion des opérations au coût moyen de la devise correspondante à cette date (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Les plus-values enregistrées sur l'encours des opérations de *swap* de taux d'intérêt figurent également dans cette rubrique (cf. la note 20 « *Swaps* de taux d'intérêt »).

PRODUITS À RECEVOIR ET CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE

En 2009, cette rubrique comprenait les intérêts courus dont les BCN de la zone euro sont redevables sur les soldes TARGET2 pour le dernier mois de 2009, d'un montant total de 261,6 millions d'euros (contre 648,9 millions d'euros en 2008) et les intérêts courus sur les créances de la BCE au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème pour le dernier trimestre de l'année (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables), pour un montant de 157,8 millions d'euros (après 500,4 millions d'euros en 2008).

Les intérêts courus sur les titres (cf. la note 2 « Créances en devises sur des résidents et des non-résidents de la zone euro », la note 5 « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro » et la note 7 « Autres actifs ») et les autres actifs financiers figurent également dans cette rubrique.

DIVERS

Cette rubrique recouvre principalement l'engagement du versement de l'acompte sur dividendes dus par la BCE au titre du revenu monétaire (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables et la note 6 « Créances intra-Eurosystème »).

En outre, cette rubrique comprend les soldes positifs liés aux opérations de *swap* de change et de change à terme en devises comptabilisés au 31 décembre 2009 (cf. la note 21 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces soldes résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros au coût moyen de la devise correspondante à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros auxquelles les opérations ont été enregistrées (cf. « Les instruments de hors bilan » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Cette rubrique inclut également une créance sur le ministère allemand des Finances au titre de la TVA récupérable et d'autres impôts indirects. Ces taxes et impôts sont remboursables aux termes de l'article 3 du Protocole sur les privilèges et immunités de l'Union européenne, qui s'applique à la BCE en vertu de l'article 39 des statuts du SEBC.

8 BILLETS EN CIRCULATION

Cette rubrique recouvre la part de la BCE (8 %) dans le total des billets en euros en circulation (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

9 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 TARGET2.

10 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2009, cette rubrique était essentiellement constituée d'une dette envers le Système fédéral de réserve d'un montant de 4,5 milliards d'euros (contre 219,7 milliards d'euros en 2008) contractée dans le cadre du dispositif temporaire d'adjudication en dollars (TAF). Dans le cadre de ce programme, le Système fédéral de réserve a fourni des dollars à la BCE au moyen d'un dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de *swap*), afin d'offrir des financements à court terme libellés en dollars aux contreparties de l'Eurosystème. La BCE a engagé parallèlement des opérations de *swap* adossées avec les BCN de la zone euro, lesquelles ont utilisé les fonds correspondants pour mener des opérations d'apport de liquidité en dollars avec les contreparties de l'Eurosystème sous la forme d'opérations de cession temporaire et de *swaps*. Ces opérations de *swap* adossées entre la BCE et les BCN ont donné lieu à des soldes intra-Eurosystème entre la BCE et les BCN, enregistrés sous la rubrique « Autres créances intra-Eurosystème (nettes) ».

Une dette envers la Banque nationale suisse d'un montant de 1,8 milliard d'euros (contre 18,4 milliards d'euros en 2008) figure également dans cette rubrique. La Banque nationale suisse a fourni des francs suisses dans le cadre d'un accord de *swap* visant à offrir des financements à court terme libellés en francs suisses aux contreparties de l'Eurosystème. La BCE a engagé parallèlement des opérations de *swap* avec les BCN de la zone euro, lesquelles ont utilisé les fonds correspondants pour mener des opérations d'apport de liquidité en francs suisses avec les contreparties de l'Eurosystème contre des encaisses en euros sous la forme de *swaps*. Ces opérations de *swap* entre la BCE et les BCN ont donné lieu à des soldes intra-Eurosystème enregistrés sous la rubrique « Autres créances intra-Eurosystème (nettes) ». En outre, en 2008, cette rubrique comprenait une dette envers la Banque nationale suisse, d'un montant de

15,4 milliards d'euros, provenant du placement auprès de la BCE de fonds en euros que la Banque nationale suisse avait reçus dans le cadre d'opérations effectuées avec d'autres contreparties. Aucune dette correspondante n'était comptabilisée au 31 décembre 2009.

La baisse de la valeur des dettes susmentionnées en 2009 traduit le recul de la demande de liquidité en dollars et en francs suisses parmi les contreparties de l'Eurosystème.

Le reste de la rubrique représente les soldes des comptes ouverts auprès de la BCE par les BCN de pays ne participant pas à la zone euro provenant d'opérations effectuées par l'intermédiaire du système TARGET2 (cf. « Les soldes intra-SEBC/les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

II ENGAGEMENTS EN DEVISES ENVERS DES RÉSIDENTS ET DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Ces deux rubriques se composent principalement des engagements résultant d'accords de mise en pension conclus avec des résidents et des non-résidents de la zone euro en liaison avec la gestion des réserves en devises de la BCE.

12 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. Ils 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 24 « Produit net d'intérêt »).

Compte tenu de l'adaptation des pondérations des BCN dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE (cf. la note 16

« Capital et réserves ») et du transfert d'avoirs de réserve de change par la Národná banka Slovenska lors de l'adoption par la Slovaquie de la monnaie unique, le montant total de cet engagement a été relevé, à 40 204 457 215 euros, aux termes d'une décision prise par le Conseil des Gouverneurs conformément à l'article 30 des Statuts du SEBC.

	À partir du 1 ^{er} janvier 2009 euros	Jusqu'au 31 décembre 2008 ¹⁾ euros
Banque nationale de Belgique	1 397 303 847	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	10 909 120	11 821 492
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	274	402
Banque de Grèce	639 835 662	511 833 966
Banco de España	1 131 910 591	1 046 595 329
Banque de France	4 783 645 755	4 349 177 351
Banca d'Italia	8 192 338 995	8 288 138 644
Banque centrale de Chypre	7 198 856 881	7 217 924 641
Banque centrale de Luxembourg	78 863 331	71 950 549
Central Bank of Malta	100 638 597	90 730 275
De Nederlandsche Bank	36 407 323	35 831 258
Oesterreichische Nationalbank	2 297 463 391	2 243 025 226
Banco de Portugal	1 118 545 877	1 161 289 918
Banka Slovenije	1 008 344 597	987 203 002
Národná banka Slovenska	189 410 251	183 995 238
Suomen Pankki - Finlands Bank	399 443 638	-
	722 328 205	717 086 011
Total	40 204 457 215	40 149 615 805

1) Les différents montants ont été arrondis à l'euro le plus proche. La somme des composantes peut ne pas être égale au total en raison des écarts d'arrondis.

La créance de la Národná banka Slovenska a été fixée à 399 443 638 euros afin que le ratio entre le montant de cette créance et le montant total de la créance portée au crédit des autres BCN ayant adopté l'euro soit égal au ratio entre la pondération de la Národná banka Slovenska dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE et la pondération agrégée des autres BCN participantes dans cette clé. La différence entre la créance et la valeur des avoirs transférés (cf. la note 1 « Avoirs et créances en or » et la note 2 « Créances en devises sur des résidents et des non-résidents

de la zone euro ») a été enregistrée comme une partie de la contribution de la Národná banka Slovenska, due au titre de l'article 49.2 des statuts du SEBC, aux réserves et aux provisions équivalant à des réserves de la BCE existant en date du 31 décembre 2008 (cf. la note 14 « Provisions » et la note 15 « Comptes de réévaluation »).

13 AUTRES ENGAGEMENTS

ÉCARTS DE RÉÉVALUATION SUR INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Cette rubrique recouvre principalement les effets de valorisation des opérations de *swap* de change et de change à terme comptabilisés au 31 décembre 2009 (cf. la note 21 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces effets de valorisation résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros aux cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros résultant de la conversion des opérations au coût moyen de la devise correspondante à cette date (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables ainsi que la note 7 « Autres actifs »).

Les moins-values enregistrées sur les *swaps* de taux d'intérêt figurent également dans cette rubrique.

CHARGES À PAYER ET PRODUITS CONSTATÉS D'AVANCE

Cette rubrique comprend essentiellement les intérêts dus aux BCN au titre de leurs créances relatives aux réserves de change transférées (cf. la note 12 « Engagements intra-Eurosystème »), s'élevant à 443,0 millions d'euros (contre 1 400,4 millions d'euros en 2008). Elle comprend également les intérêts courus dont la BCE est redevable sur les soldes des BCN au titre de TARGET2, s'établissant à 259,7 millions d'euros (après

570,8 millions d'euros en 2008), les intérêts courus sur les instruments financiers et les autres charges constatées d'avance.

Une contribution de la Ville de Francfort-sur-le-Main, à hauteur de 15,3 millions d'euros, versée à la BCE au titre de la préservation de la *Grossmarkthalle*, bâtiment classé, dans le cadre de la construction des nouveaux locaux de la BCE figure également sous cette rubrique. Ce montant fera l'objet d'une compensation avec les coûts de construction dès que le bâtiment sera utilisé (cf. la note 7 « Autres actifs »).

DIVERS

Cette rubrique comprend les soldes négatifs liés aux opérations de *swaps* de change et de change à terme en devises comptabilisés au 31 décembre 2009 (cf. la note 21 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces soldes résultent de la conversion de ces opérations en leur contre-valeur en euros au coût moyen de la devise correspondante à la date de clôture de l'exercice, par comparaison avec les valeurs en euros auxquelles les opérations ont été enregistrées (cf. « Les instruments de hors bilan » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

Cette rubrique recouvre également les engagements au titre des opérations de pension en cours, pour un montant de 146,6 millions d'euros (contre 337,6 millions d'euros en 2008), menées en liaison avec la gestion des fonds propres de la BCE (cf. la note 7 « Autres actifs »), et les engagements nets au titre des obligations de la BCE en matière de retraites tels que décrits ci-après.

LE RÉGIME DE RETRAITE DE LA BCE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

Les montants comptabilisés au bilan s'agissant des obligations de la BCE au titre des retraites (cf. « Le régime de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables) sont les suivants :

	2009 millions d'euros	2008 millions d'euros
Valeur actuelle des obligations	443,9	317,0
Juste valeur des actifs du fonds	(333,2)	(226,7)
Écarts actuariels non comptabilisés	(24,0)	7,6
Passif comptabilisé au bilan	86,7	97,9

La valeur actuelle des obligations au titre des retraites inclut, pour un montant de 44,9 millions d'euros (42,3 millions d'euros en 2008), les obligations au titre du régime de retraite des membres du Directoire ainsi que des provisions pour invalidité du personnel.

Les montants enregistrés en 2009 et 2008 dans le compte de résultat au titre des rubriques « Coût des services rendus au cours de l'exercice », « Coût financier », « Rendement attendu des actifs du fonds » et « Écarts actuariels enregistrés dans l'année » sont les suivants :

	2009 millions d'euros	2008 millions d'euros
Coût des services rendus	24,7	24,7
Coût financier	14,2	10,7
Rendement attendu des actifs du fonds	(9,9)	(10,0)
Écarts actuariels enregistrés dans l'année	(0,3)	(1,1)
Total inclus dans le poste « Charges de personnel »	28,7	24,3

Dans le cadre de l'approche du « corridor de 10 % » (cf. « Le régime de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables), les écarts actuariels cumulés non comptabilisés qui excèdent la plus grande de ces deux valeurs, soit (a) 10 % de la valeur actuelle de l'obligation au titre des prestations définies ou (b) 10 % de la juste valeur des actifs du fonds, sont amortis sur la durée de vie active moyenne résiduelle attendue des membres du personnel bénéficiant de ce régime.

La valeur actualisée de l'obligation au titre des prestations définies est modifiée comme suit :

	2009 millions d'euros	2008 millions d'euros
Obligation au titre des prestations définies en début d'exercice	317,0	285,8
Coût des services	24,7	24,7
Coût financier	14,2	10,7
Cotisations versées par les participants au fonds	21,5	17,9
Autres variations nettes des engagements représentatifs des cotisations des participants au fonds	(26,6)	(12,3)
Prestations servies	(3,9)	(3,8)
Écarts actuariels	97,0	(6,0)
Obligation au titre des prestations définies à la clôture de l'exercice	443,9	317,0

La juste valeur des actifs du régime est modifiée comme suit :

	2009 millions Variation d'euros	2008 millions d'euros
Juste valeur des actifs du fonds en début d'exercice	226,7	229,8
Rendement attendu	9,9	10,0
Écarts actuariels	65,7	(32,7)
Cotisations versées par l'employeur	39,7	17,5
Cotisations versées par les participants au fonds	21,3	17,8
Prestations servies	(3,5)	(3,4)
Autres variations nettes des actifs représentatifs des cotisations des participants au fonds	(26,6)	(12,3)
Juste valeur des actifs du fonds à la clôture de l'exercice	333,2	226,7

Les pertes actuarielles enregistrées en 2009 au titre des prestations définies se sont élevées à 97,0 millions d'euros. Ce montant inclut les effets (a) de la baisse du taux d'actualisation, qui est revenu de 5,75 % à 5,50 %, entraînant une augmentation de la valeur des engagements ; (b) d'une progression plus forte que prévu de la valeur des prestations garanties ; et (c) de l'incorporation explicite de l'obligation au titre des prestations servies aux ayants droits. Avant 2009, les engagements (nets) représentant les prestations en faveur des ayants droits étaient considérés comme négligeables et n'étaient donc pas pris en compte de manière explicite. Toutefois, ces engagements s'étant accrus, il a été décidé de les inclure formellement dans le calcul de l'obligation

au titre des prestations définies. De même, l'intégration explicite des actifs correspondants dans la valorisation actuarielle s'est traduite par des plus-values actuarielles sur les actifs du fonds s'élevant à 42,1 millions d'euros, sur un montant total de plus-values actuarielles atteignant 65,7 millions d'euros pour 2009.

À la suite de l'application de la garantie annuelle en capital le 31 décembre 2008, et compte tenu de la moins-value du compte principal de prestations des participants au fonds, le Conseil des gouverneurs, se fondant sur les conseils actuariels et agissant conformément aux règles régissant le régime de retraite de la BCE, a décidé en 2009 d'apporter une contribution supplémentaire à hauteur d'environ 19,9 millions d'euros provenant des actifs généraux de la BCE. Cette contribution a engendré une augmentation des cotisations versées par la BCE en 2009 par rapport au chiffre correspondant pour 2008.

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:

	2009 %	2008 %
Taux d'actualisation	5,50	5,75
Taux de rendement attendu des actifs du fonds	6,50	6,50
Hausses généralisées futures des salaires ¹⁾	2,00	2,00
Augmentations futures des retraites	2,00	2,00

1) En outre, une provision est constituée pour les hausses futures, se situant entre 0 % et 2,25 % par an, en fonction de l'âge des participants au plan de retraite.

14 PROVISIONS

Cette rubrique comprend une provision pour risques de change, de taux d'intérêt, de crédit et de variation de cours de l'or ainsi que diverses autres provisions. Elle inclut également une provision adéquate au titre de l'obligation

contractuelle de la BCE de restituer dans leur état initial ses locaux actuels lorsqu'elle les quittera pour s'installer dans son nouveau site.

Compte tenu des expositions importantes de la BCE aux risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, ainsi que du niveau atteint par ses comptes de réévaluation, le Conseil des gouverneurs a jugé opportun de mettre en place une provision spéciale contre ces risques à compter du 31 décembre 2005. En 2009, à la suite de l'instauration du programme d'achat d'obligations sécurisées (cf. la note 5 « Titres en euros émis par des résidents de la zone euro »), le Conseil des gouverneurs a décidé d'élargir le champ d'application de la provision pour risques, afin de couvrir également le risque de crédit. Cette provision sera utilisée, dans la mesure jugée nécessaire par le Conseil des gouverneurs, pour financer des pertes futures réalisées et latentes, en particulier les moins-values latentes non couvertes par les comptes de réévaluation. Le montant de cette provision et l'obligation de la maintenir sont revus chaque année, en fonction de l'évaluation par la BCE de son exposition aux risques évoqués plus haut. Cette évaluation tient compte d'un ensemble de facteurs, parmi lesquels le niveau des portefeuilles d'actifs risqués, l'ampleur de l'exposition aux risques matérialisés sur l'exercice financier en cours, les résultats attendus pour l'exercice à venir et une évaluation des risques à partir de calculs de *Value at Risk (VAR)* sur les actifs à risque, effectuée à intervalles réguliers¹⁵. Le cumul de la provision et des montants détenus dans le fonds de réserve générale ne peut dépasser la valeur des parts dans le capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro.

Au 31 décembre 2008, la provision pour les risques susmentionnés s'élevait à 4 014 961 580 euros. Conformément à l'article 49.2 des statuts du SEBC, la Národná banka Slovenska a également contribué à cette provision pour un montant de 40 290 173 euros avec effet au 1^{er} janvier 2009. En outre, étant donné (a) la modification des parts des BCN dans la clé de répartition du capital de la BCE (cf. la note 16 « Capital et réserves »)

15 Cf. également le chapitre 2 du *Rapport annuel*

et (b) la contribution de la Národná banka Slovenska, et tenant compte des résultats de son évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de reprendre, au 31 décembre 2009, un montant de 34 806 031 euros de cette provision afin de respecter le plafond maximum autorisé.

Les évolutions mentionnées ci-dessus ont eu pour incidence nette une augmentation du montant de la provision, qui est passé à 4 020 445 722 euros, et qui correspond à la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro au 31 décembre 2009.

15 COMPTES DE RÉÉVALUATION

Ces comptes représentent les soldes de réévaluation provenant des plus-values latentes sur les actifs et passifs. Conformément à l'article 49.2 des statuts du SEBC, la Národná banka Slovenska a également contribué à ces réserves pour un montant de 113,9 millions d'euros avec effet au 1^{er} janvier 2009.

	2009 euros	2008 euros	Variation euros
Or	8 418 303 639	6 449 713 267	1 968 590 372
Devises	2 070 299 334	3 616 514 710	(1 546 215 376)
Titres et autres instruments	426 648 985	1 286 373 348	(859 724 363)
Total	10 915 251 958	11 352 601 325	(437 349 367)

Les taux de change utilisés pour la réévaluation de fin d'exercice sont les suivants :

Taux de change	2009	2008
Dollar pour 1 euro	1,4406	1,3917
Yens pour 1 euro	133,16	126,14
Euro pour 1 DTS	1,0886	1,1048
Francs suisses pour 1 euro	1,4836	1,4850
Couronnes danoises pour 1 euro	non utilisé	7,4506
Euros par once d'or fin	766,347	621,542

16 CAPITAL ET RÉSERVES

(a) MODIFICATION DE LA CLÉ DE RÉPARTITION DU CAPITAL DE LA BCE

Conformément à l'article 29 des statuts du SEBC, les parts des BCN dans la clé de répartition pour la

souscription au capital de la BCE sont pondérées en fonction des parts de chacun des États membres concernés dans la population et le PIB de l'Union européenne, à proportion égale, sur la base des données notifiées à la BCE par la Commission européenne. Ces pondérations sont ajustées tous les cinq ans¹⁶. Le 1^{er} janvier 2009, il a été procédé à une deuxième modification de la clé de répartition du capital depuis la mise en place de la BCE. Conformément à la décision 2003/517/CE du Conseil du 15 juillet 2003 relative aux données statistiques devant servir à adapter la clé de répartition pour la souscription au capital de la Banque centrale européenne¹⁷, les parts des BCN dans cette clé de répartition ont été modifiées le 1^{er} janvier 2009 de la façon suivante :

	Clé de répartition du capital à compter du 1 ^{er} janvier 2009 %	Clé de répartition du capital le 31 décembre 2008 %
Banque nationale de Belgique	2,4256	2,4708
Deutsche Bundesbank	18,9373	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	1,1107	0,8885
Banque de Grèce	1,9649	1,8168
Banco de España	8,3040	7,5498
Banque de France	14,2212	14,3875
Banca d'Italia	12,4966	12,5297
Banque centrale de Chypre	0,1369	0,1249
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	0,1575
Central Bank of Malta	0,0632	0,0622
De Nederlandsche Bank	3,9882	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	2,0159
Banco de Portugal	1,7504	1,7137
Banka Slovenije	0,3288	0,3194
Národná banka Slovenska	0,6934	-
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	1,2448
Sous-total pour les BCN de la zone euro	69,7915	69,6963
Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie)	0,8686	0,8833
Česká národní banka	1,4472	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,4835	1,5138
Eesti Pank	0,1790	0,1703
Latvijas Banka	0,2837	0,2813
Lietuvos bankas	0,4256	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	1,3141
Narodowy Bank Polski	4,8954	4,8748
Banca Națională a României	2,4645	2,5188

¹⁶ Ces pondérations sont également ajustées chaque fois que de nouveaux États membres adhèrent à l'Union européenne.

¹⁷ JO L 181 du 19.7.2003, p. 43

	Clé de répartition du capital à compter du 1 ^{er} janvier 2009 %	Clé de répartition du capital le 31 décembre 2008 %
Národná banka Slovenska	-	0,6765
Sveriges Riksbank	2,2582	2,3313
Bank of England	14,5172	13,9337
Sous-total pour les BCN hors zone euro	30,2085	30,3037
Total	100,0000	100,0000

au 1^{er} janvier 2009, somme qui représente le reliquat de sa contribution au capital de la BCE.

À la suite de l'adhésion de la Slovaquie à la zone euro, la modification des parts des BCN dans la clé de répartition du capital de la BCE a entraîné une augmentation de 5 100 251 euros du capital libéré de la BCE, comme le montre le tableau ci-dessous¹⁹ :

(b) CAPITAL DE LA BCE

En vertu de la décision 2008/608/CE du Conseil du 8 juillet 2008, conformément à l'article 122, paragraphe 2, du Traité, la Slovaquie a adopté la monnaie unique le 1^{er} janvier 2009. En application de l'article 49.1 des statuts du SEBC et des actes juridiques adoptés par le Conseil des gouverneurs le 31 décembre 2008¹⁸, la Národná banka Slovenska a versé un montant de 37 216 407 euros

18 Décision BCE/2008/33 du 31 décembre 2008 concernant la libération du capital, le transfert d'avoirs de réserve de change ainsi que la contribution aux réserves et aux provisions de la Banque centrale européenne par la Národná banka Slovenska, JO L 21 du 24.1.2009, p. 83 ; accord du 31 décembre 2008 entre la Banque centrale européenne et la Národná banka Slovenska concernant la créance reçue par la Národná banka Slovenska de la Banque centrale européenne en vertu de l'article 30.3 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, JO C 18 du 24.1.2009, p. 3

19 Les différents montants ont été arrondis à l'euro le plus proche. La somme des sous-totaux indiqués dans les tableaux de cette section peut ne pas être égale au total en raison des écarts d'arrondis.

	Capital souscrit à compter du 1 ^{er} janvier 2009 euros	Capital libéré à compter du 1 ^{er} janvier 2009 euros	Capital souscrit le 31 décembre 2008 euros	Capital libéré le 31 décembre 2008 euros
Bank national de Belgique	139 730 385	139 730 385	142 334 200	142 334 200
Deutsche Bundesbank	1 090 912 027	1 090 912 027	1 182 149 240	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	63 983 566	63 983 566	51 183 397	51 183 397
Banque de Grèce	113 191 059	113 191 059	104 659 533	104 659 533
Banco de España	478 364 576	478 364 576	434 917 735	434 917 735
Banque de France	819 233 899	819 233 899	828 813 864	828 813 864
Banca d'Italia	719 885 688	719 885 688	721 792 464	721 792 464
Banque centrale de Chypre	7 886 333	7 886 333	7 195 055	7 195 055
Banque centrale du Luxembourg	10 063 860	10 063 860	9 073 028	9 073 028
Central Bank of Malta	3 640 732	3 640 732	3 583 126	3 583 126
De Nederlandsche Bank	229 746 339	229 746 339	224 302 523	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	111 854 588	111 854 588	116 128 992	116 128 992
Banco de Portugal	100 834 460	100 834 460	98 720 300	98 720 300
Banka Slovenije	18 941 025	18 941 025	18 399 524	18 399 524
Národná banka Slovenska	39 944 364	39 944 364	-	-
Suomen Pankki – Finlands Bank	72 232 820	72 232 820	71 708 601	71 708 601
Sous-total pour les BCN de la zone euro	4 020 445 722	4 020 445 722	4 014 961 580	4 014 961 580
Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie)	50 037 027	3 502 592	50 883 843	3 561 869
Česká národní banka	83 368 162	5 835 771	79 957 855	5 597 050
Danmarks Nationalbank	85 459 278	5 982 149	87 204 756	6 104 333
Eesti Pank	10 311 568	721 810	9 810 391	686 727
Latvijas Banka	16 342 971	1 144 008	16 204 715	1 134 330

	Capital souscrit à compter du 1 ^{er} janvier 2009 euros	Capital libéré à compter du 1 ^{er} janvier 2009 euros	Capital souscrit le 31 décembre 2008 euros	Capital libéré le 31 décembre 2008 euros
Lietuvos bankas	24 517 337	1 716 214	24 068 006	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	79 819 600	5 587 372	75 700 733	5 299 051
Narodowy Bank Polski	282 006 978	19 740 488	280 820 283	19 657 420
Banca Națională a României	141 971 278	9 937 989	145 099 313	10 156 952
Národná banka Slovenska	-	-	38 970 814	2 727 957
Sveriges Riksbank	130 087 053	9 106 094	134 298 089	9 400 866
Bank of England	836 285 431	58 539 980	802 672 024	56 187 042
<i>Sous-total pour les BCN hors zone euro</i>	<i>1 740 206 681</i>	<i>121 814 468</i>	<i>1 745 690 822</i>	<i>122 198 358</i>
Total	5 760 652 403	4 142 260 189	5 760 652 403	4 137 159 938

Les BCN hors zone euro sont tenues, à titre de participation aux frais de fonctionnement de la BCE, de libérer 7 % du montant de leur capital souscrit. À fin 2009, ces contributions s'élevaient, au total, à 121 814 468 euros. 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.

17 ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉ EN DOLLARS ET EN FRANCS SUISSES

Le Conseil des gouverneurs a décidé de suspendre, après le 31 janvier 2010, a) les opérations d'apport de liquidité en dollars, compte tenu des améliorations du fonctionnement des marchés financiers intervenues l'année dernière, et (b) les opérations d'apport de liquidité en francs suisses, dans le contexte d'une diminution de la demande de liquidités et de l'amélioration de la situation sur les marchés monétaires. En conséquence, il ne subsistait plus aucun solde correspondant juste après cette date (cf. la note 2, « Créances en devises sur des résidents et des non-résidents de la zone euro », la note 10, « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro » et

la note 21 « Opérations de *swap* de change et de change à terme »). Ces décisions concernant les opérations en dollars et en francs suisses ont été prises en accord avec d'autres banques centrales, dont le Système fédéral de réserve et la Banque nationale suisse.

INSTRUMENTS DE HORS BILAN

18 PROGRAMME AUTOMATIQUE DE GESTION DE PRÊTS DE TITRES

Pour la gestion de ses fonds propres, la BCE a conclu un accord relatif à un programme automatique de gestion de prêts de titres. Aux termes de cet accord, un intermédiaire spécialement désigné à cet effet est chargé de conduire des opérations de prêt de titres pour le compte de la BCE avec un certain nombre de contreparties reconnues par la BCE comme éligibles. Dans le cadre de cet accord, il subsistait au 31 décembre 2009 des opérations de cession temporaire pour un montant de 2,1 milliards d'euros (1,2 milliard en 2008) (cf. « Les opérations de cession temporaire » dans les notes relatives aux règles et aux méthodes comptables).

19 CONTRATS À TERME À CARACTÈRE FERME DE TAUX D'INTÉRÊT

Les contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt sont utilisés dans le cadre de la gestion des réserves de change et des fonds propres de

la BCE. Au 31 décembre 2009, l'encours des transactions s'élevait à :

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises	2009	2008	Variation
	Montant du contrat Contre-valeur en euros	Montant du contrat Contre-valeur en euros	Montant du contrat Contre-valeur en euros
Achats	541 523 368	2 041 082 857	(1 499 559 489)
Ventes	2 706 847 703	1 209 470 518	1 497 377 185

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en euros	2009	2008	Variation
	Montant du contrat euros	Montant du contrat euros	Montant du contrat euros
Achats	25 000 000	50 000 000	(25 000 000)
Ventes	379 000 000	33 000 000	346 000 000

20 SWAPS DE TAUX D'INTÉRÊT

Au 31 décembre 2009, le montant des *swaps* de taux d'intérêt s'établissait à 724,4 millions d'euros (459,3 millions en 2008). Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

21 OPÉRATIONS DE SWAP DE CHANGE ET DE CHANGE À TERME

GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE

Dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE, les opérations de *swap* de change et de change à terme suivantes étaient comptabilisées au 31 décembre 2009 :

Opérations de <i>swap</i> de change et de change à terme	2009 euros	2008 euros	Variation euros
Créances	1 017 926 290	358 050 555	659 875 735
Engagements	1 008 562 032	404 319 418	604 242 614

OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉS

Il subsistait au 31 décembre 2009 des créances à terme sur les BCN et des engagements envers le Système fédéral de réserve au titre de la fourniture de liquidité en dollars aux contreparties de l'Eurosystème

(cf. la note 10 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

Au 31 décembre 2009, il subsistait également des créances à terme sur les BCN et des engagements envers la Banque nationale suisse au titre de l'apport de liquidité en francs suisses aux contreparties de l'Eurosystème (cf. la note 10 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

22 GESTION DES OPÉRATIONS D'EMPRUNT ET DE PRÊT

Conformément à l'article 123, paragraphe 2, du Traité, en vigueur jusqu'au 1^{er} décembre 2009, et à l'article 21.2 des statuts du SEBC, conjointement avec l'article 9 du règlement (CE) n° 332/2002 du Conseil du 18 février 2002, modifié en dernier lieu par le règlement (CE) n° 431/2009 du Conseil du 18 mai 2009, la BCE continue d'assumer la responsabilité de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt de l'Union européenne aux termes du mécanisme de soutien financier à moyen terme. Dans le cadre de ce dispositif, des prêts accordés à la Lettonie, à la Hongrie et à la Roumanie par l'Union européenne, d'un montant total de 9,2 milliards d'euros, étaient comptabilisés au 31 décembre 2009.

23 LITIGES EN COURS

Un recours en indemnité a été introduit contre la BCE devant le Tribunal de première instance des Communautés européennes (TPI) par la société *Document Security Systems Inc.* (DSSI), prétendant que la BCE avait contrefait un brevet de DSSI²⁰ dans le cadre de la production des billets en euros. Le TPI a rejeté le recours en indemnité formé par DSSI contre la BCE²¹. La BCE mène actuellement plusieurs actions en vue d'obtenir l'annulation de ce brevet dans un certain nombre de pays. En outre, elle maintient

20 Brevet européen n° 0455 750 B1 déposé par DSSI.

21 Ordonnance du Tribunal de première instance du 5 septembre 2007, Affaire T-295/05. Cette ordonnance peut être consultée à l'adresse Internet suivante : www.curia.eu.

fermement qu'elle n'a en aucune manière contrefait le brevet et elle contestera par conséquent toute action en contrefaçon introduite par DSSI devant une juridiction nationale compétente en la matière.

Le TPI ayant rejeté le recours en indemnité de DSSI et les actions menées par la BCE pour annuler dans certains pays le volet national du brevet de DSSI ayant été jusqu'ici couronnées de succès, la BCE reste convaincue qu'il est très peu probable qu'elle soit amenée à verser certaines sommes à DSSI. Elle suit attentivement l'ensemble des développements du litige en cours.

ANNEXE AU COMPTE DE RÉSULTAT

24 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 avoirs nets de réserve de change de la BCE, comme suit :

	2009 euros	2008 euros	Variation euros
Produits d'intérêt sur comptes courants	1 333 874	10 303 881	(8 970 007)
Produits d'intérêt sur dépôts du marché monétaire	17 682 787	109 653 055	(91 970 268)
Produits d'intérêt sur prises en pension	1 524 055	42 404 485	(40 880 430)
Produits d'intérêt sur titres	663 881 906	885 725 044	(221 843 138)
Produits nets d'intérêt sur <i>swaps</i> de taux d'intérêt	7 374 057	2 299 631	5 074 426
Produits nets d'intérêt sur opérations de <i>swap</i> et à terme en devises	9 519 685	15 575 487	(6 055 802)
Total des produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises	701 316 364	1 065 961 583	(364 645 219)
Charges d'intérêt sur comptes courants	(219 800)	(45 896)	(173 904)
Charges nettes d'intérêt sur mises en pension	(880 287)	(29 492 415)	28 612 128
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises (nets)	700 216 277	1 036 423 272	(336 206 995)

Les produits et charges d'intérêt au titre des opérations d'apport de liquidité en dollars et en francs suisses figurant précédemment dans cette rubrique ont été reclassés dans la rubrique « Autres produits d'intérêt » et « Autres charges d'intérêts » (cf. « Reclassements » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

PRODUITS D'INTÉRÊT AU TITRE DE LA RÉPARTITION DES BILLETS EN EUROS DANS L'EUROSISTÈME

Ce poste comprend les produits d'intérêt de la BCE liés à sa part dans l'émission totale des

billets en euros. Les intérêts sur les créances de la BCE au titre de sa part des billets sont déterminés en fonction du dernier taux marginal disponible servi lors des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. La diminution des produits en 2009 reflète principalement le fait que le taux moyen des opérations principales de refinancement a été moins élevé qu'en 2008.

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 2009, le Conseil des gouverneurs a décidé de répartir intégralement le revenu monétaire entre les BCN de la zone euro, conformément à leurs parts respectives dans le capital de la BCE.

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 (4 milliards d'euros contre 8 milliards en 2008) et les charges d'intérêt (3,7 milliards contre 7,6 milliards en 2008) au titre des soldes constitués lors de l'utilisation du système TARGET2 (cf. « Les soldes intra-SEBC/intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables). Les produits et charges d'intérêt relatifs à d'autres créances et engagements libellés en euros ainsi que les produits et charges d'intérêt au titre des opérations d'apport de liquidité en dollars et en francs suisses figurent également dans cette rubrique (cf. « Reclassements » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

25 PLUS-VALUES/(MOINS-VALUES) RÉALISÉES SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Les plus-values/(moins-values) nettes réalisées sur les opérations financières en 2009 ont été les suivantes :

	2009 euros	2008 euros	Variation euros
Plus-values/(moins-values) nettes réalisées sur titres, sur contrats à terme de taux d'intérêt et <i>swaps</i> de taux d'intérêt	563 594 643	349 179 481	214 415 162
Plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or	539 002 475	313 162 603	225 839 872
Plus-values réalisées sur opérations financières	1 102 597 118	662 342 084	440 255 034

La progression globale, en 2009, des plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or est attribuable principalement à la hausse sensible du cours de l'or, conjuguée à l'augmentation du volume des ventes d'or durant l'exercice (cf. la note 1 « Avoirs et créances en or »).

26 MOINS-VALUES LATENTES SUR ACTIFS FINANCIERS ET POSITIONS DE CHANGE

	2009 euros	2008 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres	(34 163 743)	(2 164 000)	(31 999 743)
Moins-values latentes sur <i>swaps</i> de taux d'intérêt	(3 774 314)	(476 831)	(3 297 483)
Moins-values latentes de change	(1 592)	(21 271)	19 679
Total	(37 939 649)	(2 662 102)	(35 277 547)

En 2009, cette charge a résulté essentiellement de l'ajustement du coût d'acquisition d'un certain nombre de titres figurant au bilan à leur valeur de marché au 30 décembre 2009.

27 CHARGE NETTE DE COMMISSIONS

	2009 euros	2008 euros	Variation euros
Commissions (produits)	679 416	588 052	91 364
Commissions (charges)	(695 426)	(737 059)	41 633
Charge nette de commissions	(16 010)	(149 007)	132 997

En 2009, les produits figurant dans cette rubrique comprennent les pénalités imposées aux établissements de crédit pour manquement aux obligations en matière de constitution de réserves obligatoires. Les charges concernent les frais à payer sur comptes courants et relatifs à l'exécution de contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt (cf. la note 19 « Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt »).

28 PRODUITS DES ACTIONS ET DES TITRES DE PARTICIPATION

Les dividendes reçus au titre des actions de la BRI détenues par la BCE (cf. la note 7 « Autres actifs ») sont présentés dans cette rubrique.

29 AUTRES PRODUITS

En 2009, le poste principal des autres produits divers figurant sous cette rubrique comprend les produits provenant des contributions d'autres banques centrales au coût d'un contrat de services détenu de façon centralisée par la BCE et qui a été conclu avec un fournisseur externe de réseau informatique.

30 CHARGES DE PERSONNEL

Les traitements et indemnités, les cotisations au régime d'assurance maladie et les coûts divers (158,6 millions d'euros, contre 149,9 millions en 2008) figurent sous cette rubrique. Ce poste inclut également un montant de 28,7 millions d'euros

(24,3 millions d'euros en 2008) comptabilisé au titre du régime de retraite de la BCE et des autres avantages postérieurs à l'emploi (cf. la note 13 « Autres engagements »). Les charges de personnel liées à la construction des nouveaux locaux de la BCE, d'un montant de 1,2 million d'euros (1,1 million d'euros en 2008), ont été immobilisées et sont exclues de cette rubrique.

Le régime des traitements et indemnités, y compris les émoluments des titulaires de postes de direction, est calqué pour l'essentiel sur celui de l'Union européenne, auquel il est donc comparable.

Les membres du Directoire perçoivent un traitement de base ainsi qu'une indemnité de résidence et une indemnité pour frais de représentation. Pour ce qui concerne le président, un logement de fonction appartenant à la BCE est mis à sa disposition, à la place de l'indemnité de résidence. Conformément aux conditions d'emploi du personnel de la Banque centrale européenne, les membres du Directoire ont droit à des allocations scolaires, de foyer et pour enfant à charge, en fonction de leur situation individuelle. Les traitements de base sont soumis à l'impôt communautaire ainsi qu'à des déductions au titre des cotisations aux régimes de retraite et d'assurance maladie et accidents. Les indemnités et allocations ne sont ni imposables ni soumises à retenue pour pension.

Les traitements de base versés aux membres du Directoire en 2009 et 2008 ont été les suivants :

	2009 euros	2008 euros
Jean-Claude Trichet (président)	360 612	351 816
Lucas D. Papademos (vice-président)	309 096	301 548
Gertrude Tumpel-Gugerell (membre du Directoire)	257 568	251 280
José Manuel González-Páramo (membre du Directoire)	257 568	251 280
Lorenzo Bini Smaghi (membre du Directoire)	257 568	251 280
Jürgen Stark (membre du Directoire)	257 568	251 280
Total	1 699 980	1 658 484

Les indemnités et allocations versées aux membres du Directoire et les prestations qu'ils ont perçues au titre des cotisations de la BCE aux régimes d'assurance maladie et accidents se sont élevées au total à 614 879 euros (600 523 euros en 2008), portant le montant total des émoluments à 2 314 859 euros (2 259 007 euros en 2008).

Des indemnités temporaires sont versées aux anciens membres du Directoire pendant un certain temps après la fin de leur mandat. En 2009, aucun versement n'a été effectué à ce titre dans la mesure où aucun ancien membre du Directoire n'a reçu de telles prestations (30 748 euros en 2008, y compris les cotisations de la BCE aux régimes d'assurance maladie et accidents). Les retraites, y compris les indemnités correspondantes, versées aux anciens membres du Directoire ou à leurs ayants droits et les cotisations aux régimes d'assurance maladie et accidents se sont établies à 348 410 euros (306 798 euros en 2008).

Fin 2009, le nombre effectif, en équivalent temps plein, des personnes titulaires d'un contrat de travail à la BCE s'élevait à 1 563²² dont 150 occupaient des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2009 :

	2009	2008
Au 1 ^{er} janvier	1 536	1 478
Nouveaux membres du personnel/ changement de statut contractuel	320	307
Démissions/fin de contrat	283	238
Baisse nette liée aux changements des modalités de l'emploi à temps partiel	10	11
Au 31 décembre	1 563	1 536
Effectif moyen employé	1 530	1 499

22 Ce chiffre n'inclut pas le personnel en congé sans solde. Il englobe les personnes titulaires d'un contrat à durée indéterminée, à durée déterminée et à court terme ainsi que les participants au *Graduate Programme* de la BCE. Les personnes en congé de maternité et en congé de maladie prolongé sont également comptabilisées.

31 AUTRES CHARGES D'EXPLOITATION

Ce poste couvre toutes les autres dépenses courantes ayant trait aux loyers, à l'entretien des locaux et de l'équipement, aux biens et matériels consommables, aux honoraires versés et aux autres services et fournitures ainsi qu'aux frais de recrutement, de déplacement, d'installation, de formation et de réinstallation du personnel.

32 SERVICES DE PRODUCTION DES BILLETS

Ces dépenses ont trait principalement aux coûts de transport transfrontière des billets en euros entre BCN. Ces coûts sont supportés de façon centralisée par la BCE.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Otto-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Otto-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60393 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0
Fax +49 69 9585-1000

24 February 2010

Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2009, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control

relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2009, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 24 February 2010

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Jens Rönneberg
Wirtschaftsprüfer


ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

Cette page, publiée par la BCE, est une traduction de courtoisie du rapport du commissaire aux comptes extérieur de la BCE.

En cas de divergence d'interprétation, seule la version anglaise signée par PWC fait foi.

Au Président et au Conseil des gouverneurs
de la Banque centrale européenne
Francfort-sur-le-Main

le 24 février 2010

Rapport du commissaire aux comptes indépendant

Nous avons vérifié les comptes annuels ci-joints de la Banque centrale européenne, qui comprennent le bilan au 31 décembre 2009, le compte de résultat pour l'exercice clos à cette date, ainsi qu'un résumé des règles et méthodes comptables significatives et d'autres notes explicatives.

La responsabilité du Directoire de la Banque centrale européenne en matière de comptes annuels

Le Directoire est responsable de la préparation et de la présentation impartiale de ces comptes annuels, conformément aux principes établis par le Conseil des gouverneurs, qui sont définis dans la décision BCE/2006/17 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne, telle que modifiée. Cette responsabilité recouvre : l'élaboration, la mise en œuvre et le maintien d'un contrôle interne permettant la préparation et la présentation impartiale de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, qu'elles proviennent d'une fraude ou d'une erreur ; la sélection et l'application des règles et méthodes comptables appropriées ; et la réalisation d'estimations comptables raisonnables au regard des circonstances.

La responsabilité du commissaire aux comptes

Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes. Nos travaux ont été réalisés conformément aux normes professionnelles d'audit internationales (*International Standards on Auditing*). Ces normes requièrent la conformité aux règles déontologiques et la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit consiste à exécuter des procédures permettant d'obtenir des éléments probants concernant les données contenues dans les comptes annuels. Les procédures d'examen retenues s'appuient sur le jugement du commissaire aux comptes, notamment son évaluation des risques d'anomalies significatives des comptes annuels, qu'elles proviennent d'une fraude ou d'une erreur. En effectuant cette appréciation des risques, le commissaire aux comptes examine le contrôle interne pertinent pour la préparation et la présentation impartiale des comptes annuels par l'entité, afin de définir des procédures d'audit qui soient adaptées aux circonstances et non d'exprimer un avis sur l'efficacité de ce contrôle interne. Un audit consiste également à porter une appréciation sur le caractère approprié des principes comptables suivis et le caractère raisonnable des estimations comptables retenues par la direction ainsi que sur la présentation d'ensemble des comptes annuels.

Nous estimons que les éléments probants que nous avons obtenus sont suffisants et fournissent une base satisfaisante à l'opinion exprimée ci-après.

Avis

À notre avis, les comptes annuels sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque centrale européenne au 31 décembre 2009 et des résultats de l'exercice s'achevant à cette date, conformément aux règles et méthodes comptables établies par le Conseil des gouverneurs et définies dans la décision BCE/2006/17 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne, telle que modifiée.

Francfort-sur-le-Main, le 24 février 2010

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Rönneberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

ANNEXE RELATIVE À LA RÉPARTITION DES BÉNÉFICES/COUVERTURE DES PERTES

Cette annexe ne fait pas partie des états financiers de la BCE pour l'année 2009.

REVENU LIÉ À LA PART DE LA BCE DANS LE TOTAL DES BILLETS EN CIRCULATION

Pour 2008, à la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, un montant de 1,206 milliard d'euros, comprenant une partie du revenu provenant de la part de la BCE dans le total des billets en circulation, a été distribué aux BCN le 5 janvier 2009. Pour 2009, le revenu total, de 787 millions d'euros, lié à la part de la BCE dans le total des billets en circulation a été distribué aux BCN le 5 janvier 2010. Les deux montants ont été distribués aux BCN de la zone euro proportionnellement aux parts qu'elles ont libérées dans le capital souscrit de la BCE.

RÉPARTITION DES BÉNÉFICES/COUVERTURE DES PERTES

Conformément à l'article 33 des statuts du SEBC, le bénéfice net de la BCE doit être transféré dans l'ordre suivant :

- (a) un montant à déterminer par le Conseil des gouverneurs, qui ne peut dépasser 20% du bénéfice net, est transféré au fonds de réserve générale dans la limite de 100% du capital ; 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 générale de la BCE et, si nécessaire, après décision du Conseil des gouverneurs, par le revenu monétaire de l'exercice financier concerné au *pro rata* et jusqu'à concurrence des montants alloués aux BCN, conformément à l'article 32.5 des statuts du SEBC¹.

Comme pour 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé le 4 mars 2010 de ne pas abonder le fonds de réserve générale et de distribuer le solde restant du bénéfice 2009, d'un montant de 1,466 milliard d'euros, aux BCN de la zone euro proportionnellement aux parts de capital qu'elles ont libérées.

Les BCN n'appartenant pas à la zone euro ne peuvent recevoir aucune part du bénéfice distribuable de la BCE et ne sont pas non plus tenues de financer les pertes de la BCE.

	2009 €	2008 €
Bénéfice de l'exercice	2 253 186 104	1 322 253 536
Revenu lié à l'émission de billets par la BCE distribué aux BNC	(787 157 441)	(1 205 675 418)
Bénéfice de l'exercice après distribution du revenu lié à l'émission de billets par la BCE	1 466 028 663	116 578 118
Distribution du bénéfice aux BCN	(1 466 028 663)	(116 578 118)
Total	0	0

¹ L'article 32.5 des statuts du SEBC dispose que la somme des revenus monétaires des BCN est répartie entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.

6 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2009

(EN MILLIONS D'EUROS)

ACTIF	31 DÉCEMBRE 2009 ¹	31 DÉCEMBRE 2008
1 Avoirs et créances en or	266 919	217 722
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	195 479	160 372
2.1 Créances sur le FMI	62 799	13 192
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	132 680	147 180
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	32 151	234 293
4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	15 193	18 651
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	15 193	18 651
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	749 890	860 312
5.1 Opérations principales de refinancement	79 277	239 527
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	669 297	616 662
5.3 Opérations de réglage fin	0	0
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	1 289	4 057
5.6 Appels de marge versés	27	66
6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	26 282	56 988
7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	328 652	271 196
7.1 Titres détenus à des fins de politique monétaire	28 782	0
7.2 Autres titres	299 870	271 196
8 Créances en euros sur des administrations publiques	36 171	37 438
9 Autres actifs	252 288	218 134
Total de l'actif	1 903 024	2 075 107

Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

¹ Les chiffres consolidés au 31 décembre 2009 incluent également la Národná banka Slovenska, est membre de l'Eurosystème depuis le 1^{er} janvier 2009.

PASSIF	31 DÉCEMBRE 2009	31 DÉCEMBRE 2008
1 Billets en circulation	806 522	762 921
2 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	395 614	492 310
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	233 490	291 710
2.2 Facilité de dépôt	162 117	200 487
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	0
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	6	113
3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	340	328
4 Certificats de dette émis	0	0
5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	129 730	91 077
5.1 Administrations publiques	120 495	83 282
5.2 Autres engagements	9 235	7 794
6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	46 769	293 592
7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	4 032	5 723
8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	9 616	10 258
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	9 616	10 258
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	51 249	5 465
10 Autres passifs	164 082	166 500
11 Comptes de réévaluation	220 101	175 735
12 Capital et réserves	74 969	71 200
Total du passif	1 903 024	2 075 107

ANNEXES

INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau suivant présente les instruments juridiques adoptés par la BCE en 2009 et publiés au Journal officiel de l'Union européenne. Des exemplaires du Journal officiel peuvent être obtenus auprès de l'Office des publications de l'Union européenne. Une liste de tous les instruments juridiques adoptés par la BCE depuis sa création et publiés au Journal officiel peut être consultée sur le site internet de la BCE à la rubrique « *Legal Framework* » (Cadre juridique).

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2009/1	Orientation de la BCE du 20 janvier 2009 portant modification de l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 36, 05.02.2009
BCE/2009/2	Décision de la BCE du 27 janvier 2009 modifiant la décision BCE/2007/5 fixant les règles de passation des marchés	JO L 51, 24.02.2009
BCE/2009/3	Recommandation de la BCE du 16 février 2009 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Deutsche Bundesbank	JO C 43, 21.02.2009
BCE/2009/4	Décision de la BCE du 6 mars 2009 concernant les dérogations qui peuvent être octroyées conformément au règlement BCE/2007/8 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement	JO L 72, 18.03.2009
BCE/2009/5	Décision de la BCE du 19 mars 2009 modifiant la décision BCE/2004/2 portant adoption du règlement intérieur de la BCE	JO L 100, 18.04.2009
BCE/2009/6	Décision de la BCE du 19 mars 2009 relative à l'établissement du comité pour le programme TARGET2-Titres (<i>TARGET2-Securities Programme Board</i>)	JO L 102, 22.04.2009
BCE/2009/7	Rectificatif du règlement (CE) n° 290/2009 de la BCE du 31 mars 2009 modifiant le règlement (CE) n° 63/2002 (BCE/2001/18) concernant les statistiques sur les taux d'intérêt appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et crédits vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières	JO L 94, 08.04.2009
BCE/2009/8	Recommandation de la BCE du 3 avril 2009 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Nederlandsche Bank	JO C 93, 22.04.2009
BCE/2009/9	Orientation de la BCE du 7 mai 2009 modifiant l'orientation BCE/2007/2 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2)	JO L 123, 19.05.2009

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2009/10	Orientation de la BCE du 7 mai 2009 portant modification de l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 123, 19.05.2009
BCE/2009/11	Orientation de la BCE du 28 mai 2009 modifiant l'orientation BCE/2006/4 relative à la prestation par l'Eurosystème de services en matière de gestion des réserves en euros aux banques centrales de pays n'appartenant pas à la zone euro, aux pays n'appartenant pas à la zone euro et aux organisations internationales	JO L 139, 05.06.2009
BCE/2009/12	Recommandation de la BCE du 5 juin 2009 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banka Slovenije	JO C 132, 11.06.2009
BCE/2009/13	Décision de la BCE du 9 juin 2009 modifiant la décision BCE/2007/7 relative aux modalités de TARGET2-BCE	JO L 151, 16.06.2009
BCE/2009/14	Recommandation de la BCE du 25 juin 2009 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Národná banka Slovenska	JO C 149, 01.07.2009
BCE/2009/15	Décision de la BCE du 25 juin 2009 modifiant la décision BCE/2008/20 en ce qui concerne le volume des pièces en euros que l'Autriche peut émettre en 2009	JO L 172, 02.07.2009
BCE/2009/16	Décision de la BCE du 2 juillet 2009 relative à la mise en œuvre du programme d'achat d'obligations sécurisées	JO L 175, 04.07.2009
BCE/2009/17	Décision de la BCE du 19 juin 2009 modifiant la décision BCE/2003/14 relative à la gestion des opérations d'emprunt et de prêt conclues par la Communauté européenne dans le cadre du mécanisme de soutien financier à moyen terme	JO L 190, 22.07.2009
BCE/2009/18	Orientation de la BCE du 17 juillet 2009 modifiant l'orientation BCE/2006/16 concernant le cadre juridique des procédures comptables et d'information financière dans le Système européen de banques centrales	JO L 202, 04.08.2009
BCE/2009/19	Décision de la BCE du 17 juillet 2009 modifiant la décision BCE/2006/17 concernant les comptes annuels de la BCE	JO L 202, 04.08.2009
BCE/2009/20	Orientation de la BCE du 31 juillet 2009 relative aux statistiques de finances publiques (refonte)	JO L 228, 01.09.2009

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2009/21	Orientation de la BCE du 17 septembre 2009 modifiant l'orientation BCE/2007/2 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2)	JO L 260, 03.10.2009
BCE/2009/22	Décision de la BCE du 6 octobre 2009 modifiant la décision BCE/2007/7 relative aux modalités de TARGET2-BCE	JO L 274, 20.10.2009
BCE/2009/23	Orientation de la BCE du 4 décembre 2009 modifiant l'orientation BCE/2007/9 relative aux statistiques monétaires, des institutions financières et des marchés de capitaux	JO L 16, 21.01.2010
BCE/2009/24	Orientation de la BCE du 10 décembre 2009 modifiant l'orientation BCE/2008/18 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties	JO L 330, 16.12.2009
BCE/2009/25	Décision de la BCE du 10 décembre 2009 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2010	JO L 7, 12.01.2010
BCE/2009/26	Recommandation de la BCE du 14 décembre 2009 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 308, 18.12.2009
BCE/2009/27	Décision de la BCE du 14 décembre 2009 modifiant la décision BCE/2001/16 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants à compter de l'exercice 2002	JO L 339, 22.12.2009
BCE/2009/28	Orientation de la BCE du 14 décembre 2009 modifiant l'orientation BCE/2006/16 concernant le cadre juridique des procédures comptables et d'information financière dans le Système européen de banques centrales	JO L 348, 29.12.2009
BCE/2009/29	Décision de la BCE du 14 décembre 2009 modifiant la décision BCE/2006/17 concernant les comptes annuels de la BCE	JO L 348, 29.12.2009

AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau ci-après présente les avis adoptés par la BCE en 2009 et début 2010 en vertu de l'article 105 (4) du traité établissant la Communauté européenne (devenu article 127 (4) du Traité)¹ et de l'article 4 des statuts du SEBC. Une liste de l'ensemble des avis adoptés

par la BCE depuis sa création peut être consultée sur le site internet de la BCE.

¹ L'article 105 (4) du traité établissant la Communauté européenne constitue le fondement juridique des avis adoptés jusqu'au 30 novembre 2009 et l'article 127 (4) du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne celui des avis adoptés à compter du 1^{er} décembre 2009.

(a) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'une institution européenne¹

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2009/1	Conseil de l'UE	Nouveau règlement sur les paiements transfrontaliers dans la Communauté	JO C 21, 28.01.2009
CON/2009/14	Commission européenne	Normes pour le traitement des produits saisonniers dans les indices des prix à la consommation harmonisés	JO C 58, 12.03.2009
CON/2009/17	Conseil de l'UE	Modification de la directive bancaire et de la directive sur l'adéquation des fonds propres en ce qui concerne les banques affiliées à des institutions centrales, certains éléments des fonds propres, les grands risques, les dispositions en matière de surveillance et la gestion des crises	JO C 93, 22.04.2009
CON/2009/37	Conseil de l'UE	Modifications apportées au mécanisme de soutien financier à moyen terme des balances des paiements des États membres	JO C 106, 8.05.2009
CON/2009/38	Conseil de l'UE	Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit	JO C 115, 20.05.2009
CON/2009/76	Conseil de l'UE	Proposition de règlement du Conseil concernant l'introduction de l'euro (version codifiée)	JO C 246, 14.10.2009
CON/2009/81	Conseil de l'UE	Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2004/39/CE et 2009/.../CE	JO C 272, 13.11.2009

¹ Également publiés sur le site internet de la BCE.

² Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2009/88	Conseil de l'UE	Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier et instituant un Comité européen du risque systémique et sur une proposition de décision du Conseil confiant à la BCE des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Comité européen du risque systémique	JO C 270, 11.11.2009
CON/2009/91	Conseil de l'UE	Recommandations de décisions du Conseil concernant la position à adopter par la Communauté européenne pour la renégociation de son accord monétaire avec l'État de la Cité du Vatican et concernant la position à adopter par la Communauté européenne pour la renégociation de son accord monétaire avec la République de Saint-Marin	JO C 284, 25.11.2009
CON/2009/94	Conseil de l'UE	Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération	JO C 291, 01.12.2009
CON/2009/95	Conseil de l'UE	Proposition de règlement du Conseil concernant l'authentification des pièces en euros et le traitement des pièces en euros impropres à la circulation	JO C 284, 25.11.2009
CON/2010/5	Conseil de l'UE	Trois propositions de règlements du Parlement européen et du Conseil instituant une autorité bancaire européenne, une autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, ainsi qu'une autorité européenne des marchés financiers	JO C 13, 20.01.2010
CON/2010/6	Conseil de l'UE	Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2003/71/CE et 2004/109/CE	JO C 19, 26.01.2010

(b) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'un État membre³

Numéro⁴	Origine de la consultation	Objet
CON/2009/2	Lettonie	Garanties d'État couvrant les prêts bancaires
CON/2009/3	Slovénie	Conditions régissant l'apport de capitaux par l'État et les échanges de créances contre prise de participation en vertu de la loi sur les finances publiques
CON/2009/4	Belgique	Modifications des règles régissant le partage des revenus de la Banque nationale de Belgique et l'attribution de ses bénéfices à l'État belge
CON/2009/5	Autriche	Paiement par l'Oesterreichische Nationalbank de l'augmentation proposée de la quote-part de l'Autriche au FMI
CON/2009/6	Danemark	Élargissement du dispositif de stabilité financière garantissant la couverture complète des créances des déposants et des créanciers ordinaires et dispositif régissant l'apport de capitaux aux établissements de crédit par l'État
CON/2009/7	Luxembourg	Rôle de la Banque centrale du Luxembourg en ce qui concerne l'établissement de certaines statistiques
CON/2009/8	Suède	Suppression du cours légal de la pièce ayant la plus petite valeur unitaire et modification des règles d'arrondi
CON/2009/9	Hongrie	Règles de fonctionnement du dépositaire central de titres, de la chambre de compensation et de la contrepartie centrale
CON/2009/10	Lettonie	Système de garantie des dépôts et rôle de l'autorité de surveillance dans le cadre des procédures d'insolvabilité
CON/2009/11	Lettonie	Indemnités payées par l'État dans le cadre de rachats de banques
CON/2009/12	Chypre	Modalités régissant l'octroi de prêts et de garanties par l'État dans les situations d'urgence
CON/2009/13	Bulgarie	Critères d'éligibilité additionnels applicables aux membres du Conseil des gouverneurs de la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie) et règles supplémentaires applicables à la présentation d'informations à cet égard

³ En décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé que les avis de la BCE émis à la demande des autorités nationales seraient, en règle générale, publiés immédiatement après leur adoption et leur transmission à l'autorité consultante.

⁴ Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ⁴	Origine de la consultation	Objet
CON/2009/15	Irlande	Mesures de soutien financier relatives à la rémunération des fonctionnaires
CON/2009/16	Irlande	Réglementation autorisant le ministre des Finances à donner instruction au fonds national de réserve pour les retraites (<i>National Pensions Reserve Fund</i>) d'investir dans des établissements financiers dans le cadre de la recapitalisation des banques
CON/2009/18	Estonie	Mesures visant à stabiliser le système financier
CON/2009/19	Pologne	Recapitalisations et acquisitions par l'État de certains établissements financiers
CON/2009/20	Chypre	Extension du champ d'application du système de garantie des dépôts
CON/2009/21	Chypre	La bourse, le dépositaire central et le registre central de titres
CON/2009/22	Pologne	Modification du cadre juridique applicable à la banque publique Bank Gospodarstwa Krajowego qui renforce le rôle de celle-ci dans les programmes gouvernementaux
CON/2009/23	Italie	Gestion du compte de disponibilités du Trésor détenu auprès de la Banca d'Italia
CON/2009/24	Allemagne	Mesures visant à poursuivre la stabilisation du marché financier
CON/2009/25	Belgique	Modification de la garantie d'État visant à éviter les sorties de liquidités
CON/2009/26	Lituanie	Modification des règles relatives à la distribution des bénéfices du Lietuvos bankas dans le cadre des turbulences financières
CON/2009/27	Slovénie	Services et systèmes de paiement
CON/2009/28	Hongrie	Règles de procédure régissant les garanties d'État visant à préserver la stabilité financière
CON/2009/29	Belgique	Élargissement de l'éventail de mesures qui peuvent être prises en cas de crise financière
CON/2009/30	Suède	Octroi de garanties d'État aux banques et à d'autres institutions
CON/2009/31	Lettonie	Modification de la loi relative au système de garantie des dépôts en ce qui concerne la couverture et les versements

Numéro ⁴	Origine de la consultation	Objet
CON/2009/32	Lituanie	Nouvelles mesures visant à renforcer la stabilité financière
CON/2009/33	Italie	Augmentation de la quote-part de l'Italie au FMI
CON/2009/34	République tchèque	Certaines modifications de la loi concernant les banques à l'occasion de la crise des marchés de capitaux
CON/2009/35	Espagne	Paiement par le Banco de España de l'augmentation proposée de la quote-part de l'Espagne au FMI
CON/2009/36	Chypre	Services et systèmes de paiement
CON/2009/39	Grèce	Mesures visant à améliorer la disponibilité de liquidités au sein de l'économie
CON/2009/40	Lituanie	Surveillance des établissements de paiement par le Lietuvos bankas
CON/2009/41	Portugal	Paiement par le Banco de Portugal de l'augmentation de la quote-part du Portugal au FMI
CON/2009/42	Roumanie	Organisation et fonctionnement des statistiques officielles en Roumanie
CON/2009/43	Roumanie	Libéralisation des services de correspondant bancaire pour les paiements en monnaie nationale et obligations de déclaration statistique y afférentes
CON/2009/44	Hongrie	Alignement du cadre juridique applicable à la Magyar Nemzeti Bank sur de nouvelles règles administratives
CON/2009/45	Allemagne	Relations juridiques entre la Deutsche Bundesbank et son personnel
CON/2009/46	Luxembourg	Élargissement du rôle de surveillance de la Banque centrale du Luxembourg en vertu d'un projet de loi relative aux services de paiement, à l'activité d'établissement de monnaie électronique et au caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et les systèmes de règlement des opérations sur titres
CON/2009/47	Lettonie	Mesures concernant les rémunérations dans le secteur public au regard de l'indépendance de la banque centrale
CON/2009/48	Roumanie	Renforcement du pouvoir de la Banca Națională a României de prendre des mesures correctives en ce qui concerne les établissements de crédit en difficulté

Numéro ⁴	Origine de la consultation	Objet
CON/2009/49	Slovaquie	Mesures destinées à atténuer les turbulences financière
CON/2009/50	Allemagne	Nouvelles mesures visant à renforcer la surveillance financière
CON/2009/51	Roumanie	Mesures visant à accroître l'efficacité des systèmes de garantie des dépôts
CON/2009/52	République tchèque	Circulation des billets et des pièces
CON/2009/53	Lettonie	Distribution des bénéfices de la Latvijas Banka
CON/2009/54	Allemagne	Nouvelles mesures de stabilisation du marché financier
CON/2009/55	Pologne	Modification des règles régissant le dépositaire central de titres
CON/2009/56	Irlande	Modifications des mesures de soutien financier aux établissements de crédit
CON/2009/57	Chypre	Réglementation du crédit-bail et des activités des sociétés de crédit-bail
CON/2009/58	Suède	Plan de recapitalisation de l'État
CON/2009/59	Italie	Imposition des réserves d'or de la Banca d'Italia
CON/2009/60	Pologne	Cadre juridique des coopératives de crédit
CON/2009/61	Lituanie	Procédure régissant les modifications du taux de change officiel du litas
CON/2009/62	Espagne	Restructurations de banques et renforcement des fonds propres des établissements de crédit
CON/2009/63	Italie	Projet modifié de disposition relative à l'imposition des réserves d'or de la Banca d'Italia
CON/2009/64	Slovénie	Accès du public aux informations concernant le patrimoine des titulaires de fonctions publiques
CON/2009/65	Lettonie	Renforcement des techniques de sauvetage des banques
CON/2009/66	Finlande	Modification du cadre juridique régissant les opérations de compensation
CON/2009/67	Pologne	Extension du droit du Narodowy Bank Polski de négocier des titres

Numéro ⁴	Origine de la consultation	Objet
CON/2009/68	Irlande	Création de l'agence nationale de gestion des actifs (<i>National Asset Management Agency</i>)
CON/2009/69	Italie	Rémunération du compte de disponibilités du Trésor détenu auprès de la Banca d'Italia
CON/2009/70	Espagne	Dispositions relatives à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme qui concernent le Banco de España
CON/2009/71	République tchèque	Missions de contrôle de la Česká národní banka dans le domaine du crédit à la consommation
CON/2009/72	Roumanie	Services de paiement
CON/2009/73	Belgique	Extension de la garantie d'État couvrant les engagements des établissements de crédit
CON/2009/74	France	Procédure de nomination du gouverneur de la Banque de France
CON/2009/75	Slovaquie	Services de paiement
CON/2009/77	Lituanie	Audit public du Lietuvos bankas
CON/2009/78	Chypre	Émission d'obligations d'État particulières aux établissements de crédit
CON/2009/79	Suède	Prolongation des garanties de l'État aux banques et autres établissements
CON/2009/80	Pays-Bas	Rôle de la Nederlandsche Bank dans le système monétaire à Bonaire, Saint-Eustache et Saba
CON/2009/82	Pologne	Prorogation de l'aide de la Trésorerie de l'État pour soutenir les établissements financiers
CON/2009/83	Lituanie	Distribution des bénéfices du Lietuvos bankas
CON/2009/84	Pays-Bas	Surveillance par la Nederlandsche Bank des services de compensation et de règlement
CON/2009/85	Slovaquie	Indépendance de la Národná banka Slovenska
CON/2009/86	Autriche	Mesures visant à accroître les liquidités et la concurrence des établissements de crédit
CON/2009/87	Hongrie	Prorogation du délai de remise de certains billets de banque aux fins d'échange

Numéro ⁴	Origine de la consultation	Objet
CON/2009/89	Irlande	Composition du Conseil de la banque centrale et de l'autorité des services financiers d'Irlande et qualité de membre auprès de l'Autorité de réglementation des services financiers irlandaise
CON/2009/90	Belgique	Rang du privilège de la Banque nationale de Belgique
CON/2009/92	Irlande	Extension de la garantie de l'État irlandais de certains passifs des établissements de crédit
CON/2009/93	Lituanie	Conditions et procédures d'application des mesures visant à renforcer la stabilité financière
CON/2009/96	Espagne	Réalisation de la garantie fournie au Banco de España, aux autres banques centrales nationales des États membres ou à la BCE dans l'accomplissement de leurs missions
CON/2009/97	Allemagne	Obligations de déclaration en matière de commerce extérieur
CON/2009/98	Hongrie	Conditions générales applicables aux prestataires de services de règlement du système de paiement en Hongrie et obligations d'ordre fonctionnel et technique
CON/2009/99	Autriche	Prorogation de garanties de l'État autrichien en faveur du marché interbancaire
CON/2009/100	Slovénie	Compétences de la Banka Slovenije concernant la participation de la Slovénie au FMI
CON/2010/1	Hongrie	Reproduction des billets et des pièces en forints et en euros en Hongrie
CON/2010/2	Estonie	Nouveau cadre juridique pour la production de statistiques nationales
CON/2010/3	France	Certaines mesures de régulation bancaire et financière
CON/2010/4	France	Fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance
CON/2010/7	Belgique	Mesures de redressement applicables aux entreprises relevant du secteur bancaire et financier, surveillance du secteur financier et des services financiers, et statut de la Banque nationale de Belgique

Numéro ⁴	Origine de la consultation	Objet
CON/2010/8	Grèce	Restructuration des engagements d'entreprises et à caractère professionnel envers les établissements de crédit et traitement des données relatives au comportement des débiteurs en matière financière
CON/2010/9	Finlande	Consolidation des banques de dépôt
CON/2010/10	Hongrie	Missions de la Magyar Nemzeti Bank, structure et statut juridique de l'Autorité de surveillance financière hongroise et création du Conseil de la stabilité financière
CON/2010/11	Suède	Deuxième prolongation du dispositif de recapitalisation d'État
CON/2010/12	Roumanie	Procédure d'administration spéciale introduite par la Banca Națională a României applicable aux établissements de crédit en difficulté
CON/2010/13	Hongrie	Missions de la Magyar Nemzeti Bank liées à la qualité de membre du FMI de la Hongrie
CON/2010/14	Pologne	Mesures encourageant la mise à disposition de crédits bancaires aux entreprises
CON/2010/16	Estonie	Préparatifs en vue de l'introduction de l'euro
CON/2010/17	Grèce	Création du système de statistiques hellénique et d'une autorité des statistiques indépendante

CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSISTÈME¹

11 JANVIER, 8 FÉVRIER 2007

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 celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,50 %, 4,50 % et 2,50 %.

8 MARS 2007

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 3,75 % à compter de l'opération devant être réglée le 14 mars 2007. 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, 4,75 % et 2,75 % avec effet au 14 mars 2007.

12 AVRIL, 10 MAI 2007

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 celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,75 %, 4,75 % et 2,75 %.

6 JUIN 2007

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 4,00 % à compter de l'opération devant être réglée le 13 juin 2007. 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, 5,00 % et 3,00 % avec effet au 13 juin 2007.

5 JUILLET, 2 AOÛT, 6 SEPTEMBRE, 4 OCTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DÉCEMBRE 2007, 10 JANVIER, 7 FÉVRIER, 6 MARS, 10 AVRIL, 8 MAI, 5 JUIN 2008

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 4,00 %, 5,00 % et 3,00 %.

3 JUILLET 2008

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 4,25 % à compter de l'opération devant être réglée le 9 juillet 2008. 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, 5,25 % et 3,25 % avec effet au 9 juillet 2008.

7 AOÛT, 4 SEPTEMBRE, 2 OCTOBRE 2008

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 4,25 %, 5,25 % et 3,25 %.

8 OCTOBRE 2008

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,50 point de pourcentage,

¹ La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2006 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.

à 3,75 % à compter des opérations devant être réglées le 15 octobre 2008. En outre, il décide de réduire de 0,50 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 4,75 % et 2,75 % avec effet immédiat. De plus, le Conseil des gouverneurs décide qu'à compter de l'opération réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement hebdomadaires seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Enfin, à compter du 9 octobre, la BCE réduira le corridor constitué par les taux des facilités permanentes de 200 points de base à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Ces deux mesures demeureront en vigueur aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la première période de constitution des réserves de 2009, le 20 janvier.

15 OCTOBRE 2008

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'élargir le dispositif de garanties et de renforcer la fourniture de liquidité. À cet effet, le Conseil des gouverneurs décide : (a) d'étendre la liste des actifs éligibles admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème, cette mesure restant en vigueur jusqu'à fin 2009, (b) de renforcer l'apport de refinancements à plus long terme à compter du 30 octobre 2008 et jusqu'à la fin du premier trimestre 2009 et (c), de proposer des liquidités en dollars au moyen de *swaps* cambistes.

6 NOVEMBRE 2008

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,50 point de pourcentage, à 3,25 % à compter des opérations devant être réglées le 12 novembre 2008. En outre, il décide de réduire de 0,50 point de pourcentage le taux d'intérêt de

la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 3,75 % et 2,75 % avec effet au 12 novembre 2008.

4 DÉCEMBRE 2008

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,75 point de pourcentage, à 2,50 % à compter des opérations devant être réglées le 10 décembre 2008. En outre, il décide de réduire de 0,75 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 3,00 % et 2,00 % avec effet au 10 décembre 2008.

18 DÉCEMBRE 2008

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que les opérations principales de refinancement continueront d'être effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, au-delà de la période de constitution de réserves s'achevant le 20 janvier 2009. Cette mesure demeurera en vigueur aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la dernière adjudication de la troisième période de constitution de réserves de 2009, le 31 mars. De plus, à compter du 21 janvier 2009, le corridor constitué par les taux des facilités permanentes, qui avait été ramené le 9 octobre 2008 à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement en vigueur, sera de nouveau élargi de façon symétrique à 200 points de base.

15 JANVIER 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 50 points de base, à 2 % à compter de l'opération devant être réglée le 21 janvier 2009. En outre, le Conseil décide que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt

sont fixés à, respectivement, 3,00% et 1,00% avec effet au 21 janvier 2009, conformément à la décision du 18 décembre 2008.

5 FÉVRIER 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,00%, 3,00% et 1,00%.

5 MARS 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 50 points de base, à 1,50% à compter de l'opération devant être réglée le 11 mars 2009. En outre, le Conseil décide que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt sont fixés à, respectivement, 2,50% et 0,50% avec effet au 11 mars 2009.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs décide de maintenir la procédure d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour l'ensemble des opérations principales de refinancement, des opérations de refinancement spéciales et des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et régulières aussi longtemps que nécessaire et en tout cas au-delà de fin 2009. En outre, le Conseil des gouverneurs décide de conserver la fréquence et les durées en vigueur des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et des opérations de refinancement spéciales aussi longtemps que nécessaire et en tout cas au-delà de fin 2009.

2 AVRIL 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux

opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 1,25% à compter de l'opération devant être réglée le 8 avril 2009. En outre, le Conseil décide que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt sont fixés à, respectivement, 2,25% et 0,25% avec effet au 8 avril 2009.

7 MAI 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 25 points de base à 1,00% à compter de l'opération devant être réglée le 13 mai 2009. En outre, le Conseil décide d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 50 points de base à 1,75%, avec effet au 13 mai 2009, et de laisser inchangé le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à 0,25%. De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre sa politique de soutien renforcé du crédit. En particulier, il a décidé que l'Eurosystème fournira des liquidités par le biais d'opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an et sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. En outre, il a arrêté le principe de l'achat par l'Eurosystème d'obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro.

4 JUIN 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00%, 1,75% et 0,25%. De plus, le Conseil des gouverneurs de la BCE a arrêté les modalités techniques relatives à l'achat d'obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro décidé le 7 mai 2009.

**2 JUILLET 2009, 6 AOÛT, 3 SEPTEMBRE,
8 OCTOBRE, 5 NOVEMBRE, 3 DÉCEMBRE 2009,
14 JANVIER, 4 FÉVRIER, 4 MARS 2010**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 1,00 %, 1,75 % et 0,25 %.

COMMUNICATIONS DE LA BCE RELATIVES AUX APPORTS DE LIQUIDITÉ¹

APPORT DE LIQUIDITÉ EN EUROS

5 MARS 2009

PROCÉDURES D'APPELS D'OFFRES À COMPTER DU 8 AVRIL 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de maintenir la procédure d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, pour l'ensemble des opérations principales de refinancement, des opérations de refinancement spéciales et des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et régulières aussi longtemps que nécessaire et en tout cas au-delà de fin 2009.

Le Conseil des gouverneurs décide en outre de conserver la fréquence et les durées en vigueur des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et des opérations de refinancement spéciales aussi longtemps que nécessaire et en tout cas au-delà de fin 2009.

7 MAI 2009

OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de fournir des liquidités par le biais d'opérations de refinancement à plus long terme assorties d'une échéance d'un an.

Ces opérations seront réalisées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, et le taux de la première d'entre elles sera celui appliqué à cette date aux opérations principales de refinancement. Par la suite, le taux des appels d'offres pourra inclure une prime par rapport au taux des opérations principales de refinancement, en fonction de la situation du moment.

Ces opérations seront menées en complément des opérations de refinancement à plus long terme régulières et supplémentaires, qui demeurent inchangées.

Un calendrier provisoire des opérations de refinancement à plus long terme de ce type qui seront effectuées en 2009 est présenté ci-dessous.

En outre, le Conseil des gouverneurs décide de prolonger jusqu'à fin 2010 l'élargissement temporaire de la liste des actifs éligibles admis en garantie, annoncé le 15 octobre 2008.

LA BANQUE EUROPÉENNE D'INVESTISSEMENT DEVIENT UNE CONTREPARTIE ÉLIGIBLE AUX OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE L'EUROSISTÈME

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que la Banque européenne d'investissement (BEI) deviendra une contrepartie éligible aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème le 8 juillet 2009.

À compter de cette date, la BEI aura accès, dans la mesure où elle le jugera nécessaire pour la gestion de sa trésorerie, aux opérations d'*open market* et aux facilités permanentes de l'Eurosystème par l'intermédiaire de la Banque centrale du Luxembourg aux mêmes conditions que toute autre contrepartie. La BEI devra satisfaire à toutes les exigences d'éligibilité et constituera des réserves obligatoires auprès de l'Eurosystème.

¹ Pour plus de détails sur les opérations d'apport de liquidité effectuées par l'Eurosystème en 2009, cf. la rubrique « *Open market operations* » du site internet de la BCE.

Opération	Date d'annonce	Date d'adjudication	Date de règlement	Date d'échéance	Durée
Opération de refinancement à plus long terme à un an	Mardi 23 juin 2009	Mercredi 24 juin 2009	Jeudi 25 juin 2009	Jeudi 1 ^{er} juillet 2010	12 mois
Opération de refinancement à plus long terme à un an	Mardi 29 septembre 2009	Mercredi 30 septembre 2009	Jeudi 1 ^{er} octobre 2009	Jeudi 30 septembre 2010	12 mois
Opération de refinancement à plus long terme à un an	Mardi 15 décembre 2009	Mercredi 16 décembre 2009	Jeudi 17 décembre 2009	Jeudi 23 décembre 2010	12 mois

L'accès à la liquidité de l'Eurosystème forme un complément naturel aux initiatives de financement de la BEI et permettra à cette institution de faire bénéficier davantage de demandeurs de son programme de prêts. Actuellement, cette demande supplémentaire est évaluée à 10 milliards d'euros en 2009. Compte tenu des ratios d'endettement standard, la BEI estime que ce complément de financement pourrait générer un supplément d'investissement à hauteur de 40 milliards d'euros cette année.

Des informations complémentaires concernant ses activités sont disponibles dans la déclaration publiée ce jour par la BEI.

de six mois le 31 mars 2010. Cette opération sera effectuée par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation de la totalité des soumissions, tout comme les opérations mensuelles régulières de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois déjà annoncées pour premier trimestre 2010 (cf. le communiqué de presse de la BCE du 29 mai 2009).

Au-delà du premier trimestre 2010, le Conseil des gouverneurs prendra en compte la nécessité de lisser l'effet de liquidité des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an venant à échéance au second semestre 2010.

3 DÉCEMBRE 2009

LA BCE ANNONCE LES DÉTAILS DES OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT JUSQU'AU 7 AVRIL 2010

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que ses opérations principales de refinancement continueront d'être effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la troisième période de constitution de réserves de 2010, le 13 avril. Cette procédure d'appel d'offres continuera également à être utilisée pour les opérations de refinancement spéciales dont la durée correspond à une période de constitution de réserves, qui seront reconduites au moins pour les trois premières périodes de constitution de 2010.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé que le taux appliqué à la dernière opération de refinancement à plus long terme d'une durée d'un an, qui aura lieu le 16 décembre 2009, sera égal à la moyenne des taux de soumission minimums des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée de cette opération².

S'agissant des opérations de refinancement à plus long terme du premier trimestre 2010, le Conseil des gouverneurs a décidé de conduire la dernière opération de refinancement d'une durée

2 Un seul paiement d'intérêts sera effectué – à la date d'échéance (le 23 décembre 2010). Ce paiement correspondra au montant alloué multiplié par

$$[6R_0^{MBR} + \sum_{i=1}^{53} 7R_i^{MBR} + R_{53}^{MBR}] / 360$$

Ici, R_0^{MBR} correspond au taux de soumission minimal de l'opération principale de refinancement dont le règlement interviendra le 16 décembre 2009, tandis que R_t^{MBR} , $t=1, \dots, 53$ sont les taux de soumission minimaux des 53 opérations principales de refinancement effectuées par la suite. L'opération sera assortie d'une échéance de 371 jours.

APPORT DE LIQUIDITÉ DANS D'AUTRES DEVISES ET ACCORDS AVEC D'AUTRES BANQUES CENTRALES

16 JANVIER 2009

LA BANQUE NATIONALE SUISSE ET LA BCE COOPÈRENT EN VUE DE METTRE À DISPOSITION DES LIQUIDITÉS EN FRANCS SUISSES

Le 15 octobre 2008, la Banque nationale suisse et la BCE annonçaient conjointement qu'elles entendaient procéder à des opérations de *swaps* de change EUR/CHF afin de fournir des francs suisses contre des euros pour une durée de 7 jours et à un prix fixé d'avance. Cette mesure visait à accroître les liquidités sur le marché monétaire à court terme en francs suisses. La BNS et la BCE avaient alors déclaré qu'elle serait maintenue aussi longtemps que nécessaire, au moins jusqu'en janvier 2009.

Le 16 janvier 2009, la BNS et la BCE annoncent conjointement qu'elles continueront de conclure ces opérations de *swaps* de change à une semaine jusqu'à fin avril 2009 au moins, en vue de favoriser le redressement en cours du marché monétaire en francs suisses à court terme.

3 FÉVRIER 2009

RECONDUCTION DES DISPOSITIFS TEMPORAIRES D'ÉCHANGE DE DEVISES

Afin de réduire les tensions persistantes sur les marchés monétaires internationaux en dollars des États-Unis, les dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises (accords de *swap*) mis en place entre le Système fédéral de réserve et d'autres banques centrales ont été reconduits.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE et le Comité fédéral de l'open market du Système fédéral de réserve des États-Unis ont décidé de reconduire le dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accords de *swap*) jusqu'au 30 octobre 2009.

19 MARS 2009

LES OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉ EN DOLLARS DE L'EUROSISTÈME AU DEUXIÈME TRIMESTRE 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide, en accord avec d'autres banques centrales dont le Système fédéral de réserve, de continuer à mener des opérations d'apport de liquidité en dollars d'une durée de 7, 28 et 84 jours.

Comme les opérations précédentes, elles revêtiront la forme d'opérations de pension contre remise de garanties éligibles auprès de la BCE et seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies.

Compte tenu du faible niveau de la demande, les opérations réalisées sous la forme de *swaps* cambistes EUR/USD ont été interrompues fin janvier mais pourront être réactivées dans le futur, si la situation sur le marché le nécessite.

6 AVRIL 2009

ANNONCE DE LA CONCLUSION D'ACCORDS DE SWAP SUPPLÉMENTAIRES PAR PLUSIEURS BANQUES CENTRALES

La Banque d'Angleterre, la BCE, le Système fédéral de réserve, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse annoncent la conclusion d'accords de *swap* devant permettre au Système fédéral de réserve de fournir des liquidités en devises aux établissements financiers américains. En cas de besoin, des liquidités en euros, en yens, en livres sterling et en francs suisses seront fournies au Système fédéral de réserve grâce à ces accords de *swap* supplémentaires passés avec les banques centrales concernées. Les banques centrales continuent de coopérer et prennent les mesures appropriées pour favoriser la stabilité des marchés de capitaux mondiaux.

DÉCISIONS DE LA BCE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de mettre en place un dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de *swap*) avec le Système fédéral de réserve. Cet accord permettra au Système fédéral de réserve d'allouer des liquidités à hauteur de 80 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs a approuvé cet accord de *swap* en vigueur jusqu'au 30 octobre 2009.

10 JUIN 2009

LA BCE ACTIVE L'ACCORD DE SWAP AVEC LA SVERIGES RIKSBANK

La BCE et la Sveriges Riksbank décident d'activer leur dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de *swap*) par lequel la banque centrale suédoise peut emprunter des euros contre des couronnes suédoises auprès de la BCE.

La BCE et la Sveriges Riksbank avaient signé un accord de *swap* le 20 décembre 2007 en vue de faciliter le fonctionnement des marchés financiers et de fournir des liquidités en euros à cette dernière si nécessaire. Le montant maximum que la Sveriges Riksbank peut emprunter s'élève à 10 milliards d'euros, pour une durée inférieure ou égale à trois mois.

25 JUIN 2009

LA BCE ET LA BANQUE NATIONALE SUISSE RECONDUISENT LEURS OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉ EN FRANCS SUISSES

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide, en accord avec la Banque nationale suisse, de continuer à mener des opérations de *swaps* de change visant à fournir des liquidités en francs suisses pour une durée d'une semaine et ce, au moins jusqu'au 31 octobre 2009, afin de favoriser le redressement en cours sur les marchés monétaires à court terme en francs suisses.

LA BCE ET D'AUTRES BANQUES CENTRALES RECONDUISENT LEURS ACCORDS DE SWAP AVEC LE SYSTÈME FÉDÉRAL DE RÉSERVE

Les dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises (accords de *swap*) conclus entre le Système fédéral de réserve et d'autres banques centrales sont reconduits jusqu'au 1^{er} février 2010.

En particulier, le Conseil des gouverneurs de la BCE et le Comité fédéral de l'*open market* du Système fédéral de réserve reconduisent jusqu'au 1^{er} février 2010 leurs accords de *swap* respectifs aux termes desquels le Système fédéral de réserve fournit à la BCE des liquidités libellées en dollars et la BCE met à la disposition du Système fédéral de réserve des liquidités libellées en euros, afin qu'elles soient distribuées à leurs contreparties respectives, le cas échéant.

Le Conseil des gouverneurs décide également de continuer à mener des opérations d'apport de liquidité en dollars d'une durée de 7 et de 84 jours jusqu'au 30 septembre 2009 au moins. La Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse ont pris une décision similaire. Comme les opérations précédentes, elles revêtiront la forme d'opérations de pension contre remise de garanties éligibles auprès de la BCE et seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies.

Compte tenu du faible niveau de la demande et de l'amélioration de la situation sur les marchés monétaires, les opérations d'apport de liquidité en dollars d'une durée de 28 jours seront interrompues après l'opération qui aura lieu le 28 juillet. Comme pour les *swaps* de change EUR/USD, qui ont été suspendus fin janvier, les opérations d'une durée de 28 jours pourront être réactivées ultérieurement si la situation sur le marché le nécessite.

24 SEPTEMBRE 2009

**LA BCE ET LA BANQUE NATIONALE SUISSE
RECONDUISENT LEURS OPÉRATIONS D'APPORT
DE LIQUIDITÉ EN FRANCS SUISSES**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide, en accord avec la Banque nationale suisse, de continuer à mener des opérations de *swaps* de change visant à fournir des liquidités en francs suisses pour une durée d'une semaine et ce, jusqu'au 31 janvier 2010, afin de favoriser le redressement en cours sur les marchés monétaires à court terme en francs suisses.

**LA BCE ET D'AUTRES BANQUES CENTRALES
DÉCIDENT DE CONTINUER À MENER
DES OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉ
EN DOLLARS**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide, en accord avec d'autres banques centrales dont le Système fédéral de réserve, de continuer à mener des opérations d'apport de liquidité en dollars entre octobre 2009 et janvier 2010.

Elles continueront de revêtir la forme d'opérations de pensions d'une durée de sept jours contre remise de garanties éligibles auprès de la BCE et seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies. Compte tenu du faible niveau de la demande et de l'amélioration de la situation sur les marchés monétaires, les opérations d'apport de liquidité en dollars d'une durée de 84 jours seront interrompues après l'opération qui aura lieu le 6 octobre 2009 et viendra à échéance le 7 janvier 2010. Les opérations d'une durée de 84 jours, ainsi que les autres opérations d'apport de liquidité en dollars précédemment suspendues, pourraient être réactivées ultérieurement si nécessaire.

La Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse ont pris une décision similaire.

18 JANVIER 2010

**LA BCE SUSPEND LES OPÉRATIONS D'APPORT
DE LIQUIDITÉ EN FRANCS SUISSES**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide, en accord avec la Banque nationale suisse, de suspendre après le 31 janvier 2010 les opérations de *swaps* de change à une semaine visant à fournir des liquidités en francs suisses. Cette décision s'inscrit dans le contexte d'une diminution de la demande de liquidité et de l'amélioration de la situation sur les marchés monétaires.

27 JANVIER 2010

**LA BCE ET D'AUTRES BANQUES CENTRALES
DÉCIDENT DE SUSPENDRE LES DISPOSITIFS
TEMPORAIRES D'ÉCHANGE RÉCIPROQUE DE
DEVISES (ACCORDS DE SWAP) AVEC LE SYSTÈME
FÉDÉRAL DE RÉSERVE**

Conjointement avec d'autres banques centrales, la BCE confirme l'expiration, le 1^{er} février 2010, des dispositifs temporaires d'échange réciproque de devises (accords de *swap*) avec le Système fédéral de réserve. Ces accords, qui avaient été mis en place afin de contrer les tensions sur les marchés de financement internationaux, ne sont plus nécessaires compte tenu des améliorations constatées dans le fonctionnement des marchés financiers au cours de l'année écoulée. Les banques centrales continueront de coopérer selon les besoins.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs de la BCE décide, en accord avec le Système fédéral de réserve, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse, de ne plus effectuer d'opérations d'apport de liquidité en dollars après le 31 janvier 2010.

DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS 2009

Cette liste est destinée à informer les lecteurs d'une sélection de documents publiés par la Banque centrale européenne depuis janvier 2009. Concernant les documents de travail qui, depuis janvier 2009 (à partir du n° 989) ne sont disponibles qu'en ligne, la liste ne mentionne que ceux publiés entre décembre 2009 et février 2010. Sauf indication contraire, des exemplaires sur support papier peuvent être obtenus ou commandés gratuitement, selon la disponibilité des stocks, en contactant l'adresse suivante : info@ecb.europa.eu.

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.europa.eu>).

RAPPORT ANNUEL¹

Rapport annuel 2008, avril 2009

ARTICLES PARUS DANS LE BULLETIN MENSUEL¹

- « Patrimoine immobilier et consommation privée dans la zone euro », janvier 2009
- « L'accumulation d'avoirs extérieurs par les autorités des économies de marché émergentes », janvier 2009
- « Nouveaux éléments d'enquête sur la fixation des salaires en Europe », février 2009
- « Évaluation des tendances protectionnistes à l'échelle mondiale », février 2009
- « Le financement externe des ménages et des sociétés non financières : comparaison entre la zone euro et les États-Unis », avril 2009
- « Les révisions des estimations du PIB dans la zone euro », avril 2009
- « La composition fonctionnelle des dépenses publiques dans l'Union européenne », avril 2009
- « Les anticipations et la conduite de la politique monétaire », mai 2009
- « Cinq années d'appartenance à l'Union européenne », mai 2009
- « Les agences de notation : évolutions et questions stratégiques », mai 2009
- « Les conséquences du soutien de l'État au secteur bancaire pour les finances publiques de la zone euro », juillet 2009
- « La mise en œuvre de la politique monétaire depuis août 2007 », juillet 2009
- « Rotation des droits de vote au Conseil des gouverneurs de la BCE », juillet 2009
- « Le crédit hypothécaire au sein de la zone euro », août 2009
- « Évolutions récentes de la transmission aux taux bancaires des modifications de taux directeurs dans la zone euro », août 2009
- « La politique monétaire et l'offre de prêts dans la zone euro », octobre 2009
- « Évolutions récentes des bilans de l'Eurosystème, du Système fédéral de réserve et de la Banque du Japon », octobre 2009
- « Le développement financier dans les économies émergentes : bilan et implications pour la stratégie des autorités », octobre 2009
- « La communication de banque centrale en période d'incertitude accrue », novembre 2009
- « L'analyse monétaire dans un contexte de turbulences financières », novembre 2009
- « La récente récession de la zone euro dans une perspective historique », novembre 2009
- « L'orientation de la politique monétaire de la BCE au cours de la crise financière », janvier 2010
- « Les relations de la BCE avec les institutions et organes de l'Union européenne : tendances et perspectives », janvier 2010

¹ La version française peut être obtenue auprès du service *Documentation* de la Banque nationale de Belgique et du service *Documentation et Relations avec le public* de la Banque de France.

« Droits à pension des ménages au titre des régimes publics de retraite dans la zone euro : résultats sur la base du nouveau système de comptabilité nationale », janvier 2010
« Les marchés de pensions en euros dans le contexte des turbulences financières », février 2010
« Les marchés de l'immobilier commercial dans la zone euro et leur incidence sur les banques », février 2010
« Actualisation des évolutions des statistiques économiques générales pour la zone euro », février 2010

STATISTICS POCKET BOOK

Recueil mensuel statistique sous format de poche, disponible depuis août 2003

DOCUMENTS DE TRAVAIL SUR DES QUESTIONS JURIDIQUES

- 8 “National rescue measures in response to the current financial crisis” par A. Petrovic et R. Tutsch, juillet 2009
- 9 “The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations” par S. E. Lambrinoc, novembre 2009
- 10 “Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections” par P. Athanassiou, décembre 2009

ÉTUDES CONCERNANT DES SUJETS SPÉCIFIQUES

- 100 “Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use”, Eurosystem Household Finance and Consumption Network, janvier 2009
- 101 “Housing finance in the euro area” par un groupe de travail du Comité de la politique monétaire du SEBC, mars 2009
- 102 “Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications” par E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel et D. Santabárbara, avril 2009
- 103 “Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets” par R. Ritter, avril 2009
- 104 “Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues” par M. Sturm, F. Gurtner et J. González Alegre, juin 2009
- 105 “Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications” par L. Bê Duc et G. Le Breton, août 2009
- 106 “Monetary policy strategy in a global environment” par P. Moutot et G. Vitale, août 2009
- 107 “The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil” par S. Cheun, I. von Köppen-Mertes et B. Weller, décembre 2009

BULLETINS DE LA RECHERCHE

“Research Bulletin” n° 8, mars 2009

DOCUMENTS DE TRAVAIL

- 1119 “Nonparametric hybrid Phillips curves based on subjective expectations: estimates for the euro area” par M. Buchmann, décembre 2009
- 1120 “Exchange rate pass-through in central and eastern European Member States” par J. Beirne et M. Bijsterbosch, décembre 2009
- 1121 “Does finance bolster superstar companies? Banks, venture capital and firm size in local US markets” par A. Popov, décembre 2009
- 1122 “Monetary policy shocks and portfolio choice” par M. Fratzscher, C. Saborowski et R. Straub, décembre 2009
- 1123 “Monetary policy and the financing of firms” par F. De Fiore, P. Teles et O. Tristani, décembre 2009
- 1124 “Balance sheet interlinkages and macro-financial risk analysis in the euro area” par O. Castrén et I. K. Kavonius, décembre 2009
- 1125 “Leading indicators in a globalised world” par F. Fichtner, R. Ruffer et B. Schnatz, décembre 2009
- 1126 “Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk” par F. Heider, M. Hoerova et C. Holthausen, décembre 2009
- 1127 “The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09” par J. W. Ejsing et W. Lemke, décembre 2009
- 1128 “EMU and the adjustment to asymmetric shocks: the case of Italy” par G. Amisano, N. Giammarioli et L. Stracca, décembre 2009
- 1129 “Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries” par M. Andersson, K. Masuch et M. Schiffbauer, décembre 2009
- 1130 “Monetary policy and potential output uncertainty: a quantitative assessment” par S. Delle Chiaie, décembre 2009
- 1131 “What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?” par M.-G. Attinasi, C. Checherita et C. Nickel, décembre 2009
- 1132 “A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information” par J. Paredes, D. J. Pedregal et J. J. Pérez, décembre 2009
- 1133 “Fiscal policy shocks in the euro area and the United States: an empirical assessment” par P. Burriel, F. de Castro, D. Garrote, E. Gordo, J. Paredes et J. J. Pérez, décembre 2009
- 1134 “Would the Bundesbank have prevented the Great Inflation in the United States?” par L. Benati, décembre 2009
- 1135 “Return to retail banking and payments” par I. Hasan, H. Schmiedel et L. Song, décembre 2009
- 1136 “Payment scale economies, competition, and pricing” par D. B. Humphrey, décembre 2009
- 1137 “Regulating two-sided markets: an empirical investigation” par S. Carbó Valverde, S. Chakravorti et F. Rodríguez Fernández, décembre 2009
- 1138 “Credit card interchange fees” par J.-C. Rochet et J. Wright, décembre 2009
- 1139 “Pricing payment cards” par O. Bedre et E. Calvano, décembre 2009
- 1140 “SEPA, efficiency and payment card competition” par W. Bolt et H. Schmiedel, décembre 2009
- 1141 “How effective are rewards programmes in promoting payment card usage? Empirical evidence” par S. Carbó Valverde et J. M. Liñares-Zegarra, décembre 2009
- 1142 “Credit card use after the final mortgage payment: does the magnitude of income shocks matter?” par B. Scholnick, décembre 2009
- 1143 “What drives the network’s growth? An agent-based study of the payment card market” par B. Alexandrova-Kabadjova et J. Luis Negrín, décembre 2009

- 1144 “Choosing and using payment instruments: evidence from German microdata”
par U. von Kalckreuth, T. Schmidt et H. Stix, décembre 2009
- 1145 “An area-wide real-time database for the euro area” par D. Giannone, J. Henry, M. Lalik
et M. Modugno, janvier 2010
- 1146 “The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts” par M. Ehrmann,
S. Eijffinger et M. Fratzscher, janvier 2010
- 1147 “Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment” par R. Iye
et J.-L. Peydró, janvier 2010
- 1148 “Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro
data” par J. J. Pérez et J. Sánchez, janvier 2010
- 1149 “Does it matter how aggregates are measured? The case of monetary transmission
mechanisms in the euro area” par A. Beyer et K. Juselius, janvier 2010
- 1150 “Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro
area” par L. Cappiello, A. Kadareja, C. Kok Sørensen et M. Protopapa, janvier 2010
- 1151 “Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates”
par M. Bussière, M. Ca’ Zorzi, A. Chudik et A. Dieppe, janvier 2010
- 1152 “Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis”
par L. Schuknecht, J. von Hagen et G. Wolswijk, février 2010
- 1153 “The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus
external factors” par K. Galuščák, M. Keeney, D. Nicolitsas, F. Smets, P. Strzelecki
et M. Vodopivec, février 2010
- 1154 “Public and private inputs in aggregate production and growth: a cross-country efficiency
approach” par A. Afonso et M. St. Aubyn, février 2010
- 1155 “Combining disaggregate forecasts or combining disaggregate information to forecast an
aggregate” par D. F. Hendry et K. Hubrich, février 2010
- 1156 “Mortgage indebtedness and household financial distress” par D. Georgarakos,
A. Lojschová et M. Ward-Warmedinger, février 2010
- 1157 “Real-time estimates of the euro area output gap: reliability and forecasting performance”
par M. Marcellino et A. Musso, février 2010

AUTRES PUBLICATIONS

- “Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament”,
janvier 2009 (uniquement en ligne)
- “Euro money market study 2008”, février 2009 (uniquement en ligne)
- “Eurosystème oversight policy framework”, février 2009 (uniquement en ligne)
- “Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments”, février 2009
(uniquement en ligne)
- “European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystème contribution”, février 2009
(uniquement en ligne)
- “Guiding principles for bank asset support schemes”, mars 2009 (uniquement en ligne)
- “Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament”,
mars 2009 (uniquement en ligne)
- “Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European
Parliament”, mars 2009 (uniquement en ligne)
- “Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European
Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes”, mars 2009
(uniquement en ligne)

“Letter from the ECB president to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields”, mars 2009 (uniquement en ligne)

“Eurosystème’s SEPA expectations”, mars 2009 (uniquement en ligne)

“Housing finance in the euro area”, mars 2009 (uniquement en ligne)

“Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report”, mars 2009 (uniquement en ligne)

“Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report”, mars 2009 (uniquement en ligne)

“Manual on investment fund statistics”, mai 2009 (uniquement en ligne)

“EU banks’ funding structures and policies”, mai 2009 (uniquement en ligne)

“Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, mai 2009 (uniquement en ligne)

“TARGET2 oversight assessment report”, mai 2009 (uniquement en ligne)

“TARGET Annual Report”, mai 2009 (uniquement en ligne)

“The ECB’s advisory role – overview of opinions (1994-2008)”, mai 2009

“Financial Stability Review”, juin 2009

“Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and Committee of European Securities Regulators (CESR)”, juin 2009 (uniquement en ligne)

“The international role of the euro”, juillet 2009

“Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme – July 2009”, août 2009 (uniquement en ligne)

“Oversight framework for direct debit schemes”, août 2009 (uniquement en ligne)

“Oversight framework for credit transfer schemes”, août 2009 (uniquement en ligne)

“The Eurosystem’s stance on the Commission’s consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes”, août 2009 (uniquement en ligne)

“Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks: ECB legal acts and instruments – 2009 update”, août 2009

“EU banking sector stability”, août 2009 (uniquement en ligne)

“Credit default swaps and counterparty risk”, août 2009 (uniquement en ligne)

“OTC derivatives and post-trading infrastructures”, septembre 2009 (uniquement en ligne)

“Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme – August 2009”, septembre 2009 (uniquement en ligne)

“Consultation of the European Commission on ‘Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets’: Eurosystem contribution”, septembre 2009 (uniquement en ligne)

“ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area”, septembre 2009 (uniquement en ligne)

“The euro at ten – lessons and challenges”, Cinquième Conférence des banques centrales organisée par la BCE, septembre 2009

“Euro money market survey”, septembre 2009 (uniquement en ligne)

“Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme – September 2009”, octobre 2009 (uniquement en ligne)

“Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain”, octobre 2009 (uniquement en ligne)

“Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB’s considerations on issuing a €30 banknote”, octobre 2009 (uniquement en ligne)

“Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme – October 2009”, novembre 2009 (uniquement en ligne)

“Consultation of the Committee of European Securities Regulators on trade repositories in the European Union – ECB contribution”, novembre 2009 (uniquement en ligne)

“Eurosystem oversight report 2009”, novembre 2009 (uniquement en ligne)

“Glossary of terms related to payment clearing and settlement systems”, décembre 2009 (uniquement en ligne)

“Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme – November 2009”, décembre 2009 (uniquement en ligne)

“New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, décembre 2009 (uniquement en ligne)

“Financial Stability Review”, décembre 2009

“Retail payments – integration and innovation”, décembre 2009 (uniquement en ligne)

“Recent advances in modelling systemic risk using network analysis”, janvier 2010 (uniquement en ligne)

“Contribution of the Eurosystem to the public consultation of the European Commission on the future ‘EU 2020’ strategy”, janvier 2010 (uniquement en ligne)

“Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme – December 2009”, janvier 2010 (uniquement en ligne)

“Structural indicators for the EU banking sector”, janvier 2010 (uniquement en ligne)

“Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties”, janvier 2010 (uniquement en ligne)

“Letter from the ECB President to Mr Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)”, février 2010 (uniquement en ligne)

“The ‘Centralised Securities Database’ in brief”, février 2010 (uniquement en ligne)

“Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme – January 2010”, février 2010 (uniquement en ligne)

“Commission communication on ‘An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector’: Eurosystem’s reply to the public consultation”, février 2010 (uniquement en ligne)

“Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009”, février 2010 (uniquement en ligne)

“MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS’ guidelines on FINREP and COREP”, février 2010 (uniquement en ligne)

“Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece”, février 2010 (uniquement en ligne)

“ECB – Eurostat workshop on pensions”, février 2010 (uniquement en ligne)

BROCHURES D’INFORMATION

“The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks”², avril 2009

“Price stability – why is it important for you?”², avril 2009

“The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market”², juillet 2009

“T2S – settling without borders”, janvier 2010

² 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): technique d'emprunt consistant à combiner la cession d'un actif (généralement un titre à revenu fixe) avec un engagement de rachat ultérieur de ce même actif à une date convenue et à un prix légèrement supérieur (reflétant le taux de l'emprunt).

Actions (Equities): titres représentant une part dans le capital d'une entreprise. Ils comprennent les actions négociables sur un marché boursier (actions cotées), les actions non cotées et autres formes de participation. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administration centrale (Central government): dans le **Système européen de comptes 1995**, secteur des administrations publiques à l'exclusion des administrations régionales et locales (cf. **administrations publiques**).

Administrations publiques (General government): secteur défini dans le **Système européen de comptes 1995** comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

Analyse économique (Economic analysis): l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de mener une analyse approfondie du risque pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières du moment et des risques à court et moyen termes qui en découlent pour la stabilité des prix, considérés sous l'angle de l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs à ces horizons. À cet égard, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix, et les perspectives à court et moyen termes concernant leur propagation au sein de l'économie (cf. **analyse monétaire**).

Analyse monétaire (Monetary analysis): l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de conduire une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse monétaire contribue à l'évaluation des tendances à moyen et long termes de l'inflation, eu égard à la relation étroite existant entre la monnaie et les prix sur longue période. Elle prend en compte les évolutions d'une large gamme d'indicateurs monétaires, comprenant **M3**, ses composantes et ses contreparties, en particulier le crédit, ainsi que diverses mesures de l'excès de liquidité (cf. **analyse économique**).

Assiette des réserves (Reserve base): ensemble des éléments éligibles du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

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**. Les AIF recouvrent, en particulier, les sociétés exerçant essentiellement des activités de financement à long terme (telles que les sociétés de crédit-bail), les dispositifs créés pour détenir des actifs titrisés, les autres holdings financières, les opérateurs sur titres et produits dérivés (lorsqu'ils agissent pour leur propre compte), les sociétés de capital-risque et les sociétés de capital-développement.

Balance des paiements [Balance of payments (b.o.p)]: état statistique retraçant, pour une période donnée, les transactions économiques effectuées par une économie avec le reste du monde. Les transactions enregistrées sont celles concernant les biens, les services et les revenus, les mouvements de capitaux vis-à-vis du reste du monde et les transactions (telles que les remises de dettes) qui sont classées comme des transferts.

Banque centrale européenne (BCE) [European Central Bank (ECB)]: la BCE est au centre de l'**Eurosystème** et du **Système européen de banques centrales (SEBC)**, et elle est dotée de sa propre personnalité juridique conformément au **Traité** (article 282 (3)). Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, par ses activités propres ou par celles des BCN, conformément aux statuts du SEBC. La BCE est administrée par le **Conseil des gouverneurs** et par le **Directoire**, ainsi que par un troisième organe de décision, le **Conseil général**.

Besoin de financement des sociétés non financières (Financing gap of non-financial corporations): le besoin de financement peut être défini comme le solde entre l'épargne (correspondant aux bénéfices non distribués plus les dotations aux amortissements) et l'investissement non financier des sociétés non financières. Il peut également être défini sur la base des comptes financiers comme le solde entre l'acquisition nette d'actifs financiers et les flux nets d'engagements des sociétés non financières. Des écarts statistiques existent entre ces deux mesures en raison des différences entre les sources de statistiques.

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 consultatif de l'UE participant à la préparation des travaux du **Conseil Ecofin** et de la Commission européenne. Ses missions comprennent l'examen de la situation économique et financière des États membres et de l'UE ainsi que la 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 de l'UE dont la monnaie est 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, sur un ou plusieurs marchés, entre les **contreparties** aux contrats négociés, intervenant en qualité d'acheteur vis-à-vis de chaque vendeur et de vendeur vis-à-vis de chaque acheteur et garantissant ainsi la bonne réalisation des contrats ouverts.

Coût du financement externe des sociétés non financières (en termes réels) [Cost of the external financing of non-financial corporations (real)]: coût supporté par les sociétés non financières lorsqu'elles lèvent de nouveaux capitaux externes. Dans le cas des sociétés non financières de la **zone euro**, il correspond à la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût des **titres de créance** et du coût des fonds propres, calculée à partir des encours (corrigés des effets de valorisation) et déflatée des anticipations d'inflation.

Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (MFI credit to euro area residents): prêts des **IFM** accordés aux résidents non-IFM de la **zone euro** (**administrations publiques** et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et **titres de créance**).

Dépositaire central de titres [Central securities depository (CSD)]: entité qui (1) permet le traitement et le règlement-livraison des transactions sur titres par inscription en compte, (2) fournit des services de conservation (c'est-à-dire la gestion des événements sur titres et des remboursements) et (3) contribue activement à maintenir l'intégrité des titres émis. Les titres peuvent être matérialisés (mais conservés chez le dépositaire) ou dématérialisés (c'est-à-dire qu'ils n'existent plus que sous forme d'enregistrements électroniques).

Dérivé de crédit (Credit derivative): instrument financier qui sépare le **risque de crédit** de l'opération financière sous-jacente, ce qui permet de valoriser et de transférer ce risque séparément.

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, depuis l'entrée en vigueur du **Traité de Lisbonne**, par le Conseil européen, statuant à la majorité qualifiée, sur recommandation du Conseil de l'UE.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (MFI longer-term financial liabilities): dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, **titres de créance** d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les **IFM** de la **zone euro** et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) [EONIA (euro overnight index average)]: mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit (Credit institution): (1) entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ; ou (2) entreprise ou toute autre personne morale, autre qu'un établissement de crédit au sens du (1), qui émet des moyens de paiement sous la forme de monnaie électronique.

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (euro interbank offered rate)]: taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en euros à une autre banque de premier rang, communiqué par un panel de banques participantes et calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'échéances différentes inférieures ou égales à douze mois.

Eurogroupe: réunion informelle des ministres de l'Économie et des Finances des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

Eurosystème (Eurosystem): système de banque centrale de la **zone euro**. Il comprend la **Banque centrale européenne** et les BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro.

Excédent brut d'exploitation (Gross operating surplus): excédent (ou déficit) dégagé par les activités de production, diminué du coût des consommations intermédiaires, de la rémunération des salariés et des impôts (après déduction des subventions à la production), mais avant prise en compte des dépenses et des recettes liées à l'emprunt/la location ou à la propriété d'actifs financiers et non produits.

Facilité de dépôt (Deposit facility): **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux contreparties d'effectuer des dépôts à 24 heures auprès d'une BCN. Ces dépôts sont rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Facilité permanente (Standing facility): facilité de crédit de la banque centrale accessible aux **contreparties** à leur propre initiative. L'**Eurosystème** offre deux facilités permanentes à 24 heures : la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility): **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'obtenir, auprès d'une BCN, des crédits à 24 heures à un taux prédéterminé contre actifs éligibles (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Garanties (Collateral): actifs mis en nantissement ou transférés (aux banques centrales par les **établissements de crédit**, par exemple) en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés (par les établissements de crédit aux banques centrales, par exemple) dans le cadre **d'accords de pension**.

Gouvernement d'entreprise (Corporate governance): règles, procédures et processus en vertu desquels une organisation est dirigée et contrôlée. La structure du gouvernement d'entreprise définit la répartition des droits et responsabilités entre les différents acteurs de l'organisation, tels que le conseil d'administration, les dirigeants, les actionnaires et toute autre partie prenante, et établit les règles et procédures relatives à la prise de décision.

IFM (institutions financières monétaires) [MFIs (monetary financial institutions)]: institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Elles incluent l'**Eurosystème**, les **établissements de crédit** résidents (au sens du droit de l'UE) ainsi que toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des

dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement des OPCVM monétaires, c'est-à-dire des fonds qui investissent en instruments à court terme et à faible risque d'échéance généralement inférieure ou égale à un an.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)] : mesure de l'évolution des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

Institut monétaire européen (IME) [European Monetary Institute (EMI)] : institution à caractère temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire**, le 1^{er} janvier 1994. L'IME a été mis en liquidation le 1^{er} juin 1998, après 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 résidente d'un autre pays. Ils recouvrent des opérations en capital, des bénéfices réinvestis et les autres opérations liées aux opérations intragroupes.

Investissements de portefeuille (Portfolio investment) : transactions et/ou positions nettes des résidents de la **zone euro** relatives aux titres émis par les non-résidents (« avoirs ») et transactions et/ou positions nettes des non-résidents relatives aux titres émis par les résidents de la zone euro (« engagements »). Ils comprennent des actions et des **titres de créance** (obligations et instruments du **marché monétaire**) hors montants enregistrés au titre des **investissements directs** ou des avoirs de réserve.

M1 : agrégat monétaire étroit comprenant la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue détenus auprès des **IFM** et de l'**administration centrale** (Poste et Trésor, par exemple).

M2 : agrégat monétaire intermédiaire comprenant **M1** plus les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois (dépôts d'épargne à court terme) et les dépôts d'une durée inférieure ou égale à deux ans (dépôts à court terme) détenus auprès des **IFM** et de l'**administration centrale**.

M3 : agrégat monétaire large comprenant **M2** plus les instruments négociables, notamment les **pensions**, les titres d'OPCVM monétaires ainsi que les **titres de créance** d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans émis par les **IFM**.

Marché d'actions (Equity market) : marché sur lequel sont émises et négociées des **actions**.

Marché monétaire (Money market) : marché sur lequel sont empruntés, placés et négociés des capitaux à court terme au moyen d'instruments assortis en règle générale d'une échéance initiale inférieure ou égale à un an.

Marché obligataire (Bond market) : marché sur lequel sont émis et négociés les **titres de créance** à long terme.

MCE II (mécanisme de change II) [ERM II (exchange rate mechanism II)]: mécanisme de change qui fournit le cadre de la coopération en matière de politique de change entre les pays de la **zone euro** et les États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro. Le MCE II est un dispositif multilatéral, comportant des cours pivots fixes mais ajustables et une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$. Les décisions concernant les cours pivots et l'éventuelle définition de marges de fluctuation plus étroites sont prises d'un commun accord entre l'État membre de l'UE en cause, les pays de la zone euro, la **Banque centrale européenne (BCE)** et les autres États membres de l'UE participant au mécanisme. Tous les participants au MCE II, y compris la BCE, ont le droit d'engager une procédure confidentielle visant à réexaminer les cours pivots (réalignement).

Modèle de banque centrale correspondante (MBCC) [Correspondent central banking model (CCBM)]: mécanisme institué par le **Système européen de banques centrales** en vue de permettre aux **contreparties** une utilisation transfrontière des garanties éligibles. Dans le MBCC, les BCN assurent les unes pour les autres la fonction de conservateur. Cela signifie que chaque BCN tient un compte-titres au nom de chacune des autres BCN (et de la **Banque centrale européenne**).

Opération de cession temporaire (Reverse transaction): opération par laquelle la banque centrale achète ou vend des titres dans le cadre d'un **accord de pension** ou accorde des prêts adossés à des **garanties**.

Opération d'open market (Open market operation): opération réalisée à l'initiative de la banque centrale sur les marchés de capitaux. En fonction de leurs objectifs, régularité et procédures, les opérations d'open market de l'**Eurosystème** peuvent être réparties en quatre catégories: les **opérations principales de refinancement**, les **opérations de refinancement à plus long terme**, les **opérations de réglage fin** et les opérations structurelles. S'agissant des instruments utilisés, les **opérations de cession temporaire** constituent le principal instrument d'open market de l'Eurosystème et peuvent être utilisées pour effectuer les quatre catégories d'opérations. En outre, peuvent être utilisés, pour les opérations structurelles, l'émission de certificats de dette et les opérations ferme et, pour la réalisation d'opérations de réglage fin, les opérations ferme, les **swaps de change** et les reprises de liquidité en blanc.

Opération principale de refinancement (Main refinancing operation): opération d'open market que l'**Eurosystème** effectue de manière régulière sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux hebdomadaires et sont normalement assorties d'une échéance d'une semaine.

Opération de refinancement à plus long terme (Longer-term refinancing operation): opération de crédit assortie d'une échéance supérieure à une semaine que l'**Eurosystème** exécute sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Les opérations mensuelles régulières sont assorties d'une échéance de trois mois. Lors des turbulences sur les marchés financiers qui ont débuté en août 2007, des opérations supplémentaires, de fréquence variable, ont été menées, assorties d'échéances allant d'une période de constitution de réserves à un an.

Opération de réglage fin (Fine-tuning operation): opération d'open market réalisée par l'**Eurosystème** et destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire. Ces opérations ne sont pas normalisées en termes de fréquence et d'échéance.

Option (Option): instrument financier qui donne à son détenteur le droit, et pas l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif spécifique (une obligation ou une action, par exemple) à un

cours préalablement fixé (prix d'exercice) au plus tard à une date ultérieure définie à l'avance (date d'exercice ou d'échéance).

Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth Pact): vise à maintenir une situation saine des finances publiques dans les États membres de l'UE afin de fournir une meilleure assise pour la **stabilité des prix** et une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. À cette fin, le Pacte requiert des États membres la définition d'objectifs budgétaires à moyen terme. Il contient également les modalités pratiques de la **procédure de déficit excessif**. Le Pacte se compose d'une résolution du Conseil européen d'Amsterdam en date du 17 juin 1997 relative au Pacte de stabilité et de croissance et de deux règlements du Conseil, à savoir : (1) le règlement (CE) n° 1466/97 du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des situations budgétaires, ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, modifié par le règlement (CE) n° 1055/2005 du 27 juin 2005 ; et (2) le règlement (CE) n° 1467/97 du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure de déficit excessif, modifié par le règlement (CE) n° 1056/2005 du 27 juin 2005. Le Pacte de stabilité et de croissance est complété par le rapport du **Conseil Ecofin** intitulé *Améliorer la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance*, qui a été adopté par le Conseil européen de Bruxelles des 22 et 23 mars 2005. Il est complété également par un code de conduite, approuvé par le Conseil Ecofin du 11 octobre 2005, concernant des spécifications relatives à la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance et des lignes directrices quant au contenu et à la présentation des programmes de stabilité et de convergence.

Pays candidats (Candidate countries): pays dont l'UE a accepté la candidature en vue de leur adhésion à l'UE. Les négociations d'adhésion avec la Croatie et la Turquie ont débuté le 3 octobre 2005. En ce qui concerne l'ancienne République yougoslave de Macédoine, la Commission européenne a recommandé l'ouverture de négociations d'adhésion en octobre 2009.

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 de déficit excessif (PDE) [(Excessive deficit procedure)]: la disposition figurant à l'article 126 du **Traité** et précisée dans le protocole n° 12 relatif à la procédure de déficit excessif impose aux États membres de l'UE de maintenir une discipline budgétaire, définit les critères sur la base desquels une position budgétaire est considérée comme une situation de déficit excessif ainsi que les étapes consécutives au constat de non-respect des exigences relatives au solde budgétaire ou à la dette publique. L'article 126 est complété par le règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure de déficit excessif (modifié par le règlement (CE) n° 1056/2005 du Conseil du 27 juin 2005), qui constitue un élément du **Pacte de stabilité et de croissance**.

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 (BCE)** le sont en mars et en septembre. Elles s'inscrivent dans le cadre du pilier relatif à l'**analyse économique** de la stratégie de politique monétaire de la BCE et sont donc un des éléments servant à l'évaluation, par le **Conseil des gouverneurs**, des risques pour la **stabilité des prix**.

Rentabilité des entreprises (Corporate profitability): mesure de la performance des entreprises en termes de résultats, essentiellement par rapport au chiffre d'affaires, à l'actif ou aux fonds propres. Il existe un certain nombre de ratios différents mesurant la rentabilité des entreprises, établis à partir des états financiers, tels que le ratio du résultat d'exploitation (chiffre d'affaires moins dépenses d'exploitation) par rapport au chiffre d'affaires, le ratio du résultat net (résultat d'exploitation et résultat hors exploitation après impôts, amortissement et résultat exceptionnel) par rapport au chiffre d'affaires, le ratio de rentabilité économique (résultat net rapporté à l'actif total) et le ratio de rendement des fonds propres (résultat net rapporté aux fonds propres). Au niveau macroéconomique, l'**excédent brut d'exploitation**, établi à partir des comptes nationaux, par rapport au PIB ou à la valeur ajoutée par exemple, est souvent utilisé comme mesure de la rentabilité.

Réserves obligatoires (Reserve requirement): montant minimum de réserves qu'un **établissement de crédit** est tenu de constituer auprès de l'**Eurosystème** au cours d'une **période de constitution** préalablement définie. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens des comptes de réserves des établissements au cours de la période de constitution.

Revenu monétaire (Monetary income): revenu dégagé par les BCN dans l'exercice des missions de politique monétaire de l'**Eurosystème**. Ce revenu est issu d'actifs dûment identifiés conformément aux orientations définies par le **Conseil des gouverneurs** et détenus en contrepartie des billets en circulation et des dépôts des **établissements de crédit**.

Risque de crédit (Credit risk): risque qu'une **contrepartie** n'honore pas intégralement son obligation, que ce soit à l'échéance fixée ou à un moment quelconque au-delà de cette échéance. Il recouvre le risque de coût de remplacement et le risque de principal. Il comprend également le risque de défaillance de la banque de règlement.

Risque de liquidité du marché (Market liquidity risk): risque que les opérations effectuées sur le marché des capitaux ne puissent être conclues ou seulement dans des conditions plus mauvaises que prévu en raison d'une profondeur insuffisante du marché ou de turbulences financières.

Risque de marché (Market risk): risque de pertes au bilan ou au hors bilan dues à des variations des cours des marchés.

Risque de règlement (Settlement risk): risque que le règlement, au sein d'un système d'échange, n'ait pas lieu comme prévu, généralement en raison de l'incapacité d'une partie à faire face à une ou plusieurs obligations de règlement. Ce risque désigne en particulier les risques opérationnels, les **risques de crédit** et les risques de liquidité.

Risque systémique (Systemic risk): risque que l'incapacité d'un intervenant à faire face à ses obligations dans un système empêche, à leur tour, les autres intervenants de remplir les leurs lorsqu'elles deviendront exigibles. Cette situation peut avoir des effets de contagion, et entraîner notamment d'importants problèmes de liquidité ou de crédit compromettant la stabilité du système financier ou la confiance qu'il inspire. Cette incapacité à honorer ses obligations peut être liée à des problèmes d'ordre opérationnel ou financier.

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.

Stabilité financière (Financial stability): situation dans laquelle le système financier, qui recouvre les intermédiaires financiers, les marchés et les infrastructures de marché, est capable de faire face aux chocs et à une correction brutale des déséquilibres financiers, réduisant ainsi la probabilité qu'apparaissent, dans le processus d'intermédiation financière, des perturbations suffisamment graves pour compromettre sérieusement l'allocation de l'épargne à des projets d'investissement rentables.

Stratégie 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 ».

Swap de change (Foreign exchange swap): échange d'une devise contre une autre, simultanément au comptant et à terme.

Système européen de banques centrales (SEBC) [European System of Central Banks (ESCB)]: constitué de la **Banque centrale européenne (BCE)** et des BCN de chacun des vingt-sept États membres de l'UE, il comprend, outre les membres de l'**Eurosystème**, les BCN des États membres dont la monnaie n'est pas l'euro. Le SEBC est administré par le **Conseil des gouverneurs**, par le **Directoire** de la BCE et par le troisième organe de décision de la BCE, le **Conseil général**.

Système européen de comptes 1995 (SEC 95) [European System of Accounts 1995 (ESA 95)]: système complet et intégré de comptes macroéconomiques établis selon un ensemble de concepts statistiques, de définitions, de classifications et de règles comptables agréés à l'échelle internationale et visant à fournir une présentation harmonisée des données statistiques publiées par les États membres de l'UE. Le SEC 95 est la version, propre à l'UE, du système international des comptes nationaux 1993 (SCN 93).

Système de règlement brut en temps réel (RTGS) [Real-time gross settlement system (RTGS)]: système de règlement dans lequel le traitement et le règlement des opérations ont lieu transaction par transaction en temps réel (cf. **TARGET**).

Système de règlement-livraison de titres [Securities settlement system (SSS)]: système permettant le transfert de titres, soit franco de paiement, soit contre paiement (livraison contre paiement).

TARGET (système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) [TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)]: système de règlement brut en temps réel de l'Eurosystème pour les paiements en euros. Le système TARGET de première génération a été remplacé par TARGET2 en mai 2008.

TARGET2: système TARGET de deuxième génération. Il effectue le règlement des paiements en euros en monnaie de banque centrale et son fonctionnement repose sur une plate-forme informatique unique partagée, à laquelle tous les ordres de paiement sont soumis pour traitement.

TARGET2-Titres (T2S) [TARGET2-Securities (T2S)]: plate-forme technique unique de l'Eurosystème permettant aux **dépositaires centraux de titres** et aux BCN d'offrir un tronc commun de services transfrontaliers et neutres de règlement de titres en monnaie de banque centrale en Europe.

Taux de change effectif (TCE) de l'euro (nominal/réel) [Effective exchange rate (EER) of the euro (nominal/real)]: moyenne pondérée des taux de change bilatéraux de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la **zone euro**. La **Banque centrale européenne** publie les indices de TCE nominal de l'euro par rapport à deux groupes de partenaires commerciaux: le TCE-21 (qui inclut les onze États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que dix partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE) et le TCE-41 (qui comprend le groupe de TCE-21 et vingt autres pays). Les pondérations utilisées correspondent à la part de chaque pays partenaire dans les échanges de biens manufacturés de la zone euro et sont corrigées des effets de marchés tiers. Les TCE réels sont les TCE nominaux déflatés par une moyenne pondérée de prix ou de coûts constatés à l'étranger par rapport aux prix ou coûts intérieurs. Ils mesurent donc la compétitivité d'un pays en termes de prix et de coûts.

Taux directeurs de la BCE (Key ECB interest rates): taux d'intérêt fixés par le **Conseil des gouverneurs**, qui reflètent l'orientation de la politique monétaire de la **Banque centrale européenne**. Il s'agit du taux d'intérêt appliqué aux **opérations principales de refinancement**, du taux de la **facilité de prêt marginal** et du taux de la **facilité de dépôt**.

Taux d'intérêt des IFM (MFI interest rates): taux d'intérêt que les **établissements de crédit** et autres **IFM** résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent

aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la **zone euro** et aux prêts qui leur sont consentis.

Taux de 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 appels d'offres à taux variable.

Titre de créance (Debt security): promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versement(s) au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

Titrisation (Securitisation): processus consistant à regrouper des actifs financiers comme des crédits hypothécaires sur l'immobilier résidentiel, puis à les céder à un véhicule *ad hoc*, le SPV (*special-purpose vehicle*), qui émet des titres à revenu fixe pour les vendre à des investisseurs. Le principal et les intérêts dépendront des flux de trésorerie générés par le lot (*pool*) de créances sous-jacentes.

Traité de Lisbonne [Treaty of Lisbon (Lisbon Treaty)]: modifie les deux traités fondateurs de l'Union européenne: le traité sur l'Union européenne et le traité instituant la Communauté européenne. Ce dernier a été renommé Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Le Traité de Lisbonne a été signé à Lisbonne le 13 décembre 2007 et est entré en vigueur le 1^{er} décembre 2009. Sauf indication contraire, toutes les références faites au « Traité » dans ce rapport désignent le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et les références à des numéros d'articles reflètent la numérotation en vigueur depuis le 1^{er} décembre 2009.

Traitement de bout en bout [Straight-through processing (STP)]: traitement automatisé de bout en bout des transactions/flux de paiement incluant, le cas échéant, la mise en œuvre automatique de la création, de la confirmation, de la compensation et du règlement des instructions.

Union économique et monétaire (UEM) [Economic and Monetary Union (EMU)]: processus qui a conduit à la monnaie unique, l'euro, à la politique monétaire unique de la **zone euro** et à la coordination des politiques économiques des États membres de l'UE. Ce processus, défini par le **Traité**, a été réalisé en trois étapes. La phase III, dernière phase de l'UEM, a démarré le 1^{er} janvier 1999 avec le transfert des compétences monétaires à la **Banque centrale européenne** et l'introduction de l'euro. La mise en place de l'UEM s'est achevée avec le passage à l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002.

Valeur de référence pour la croissance de M3 (Reference value for M3 growth): taux de croissance annuel de **M3** à moyen terme compatible avec le maintien de la **stabilité des prix**. À l'heure actuelle, la valeur de référence pour la croissance annuelle de M3 est fixée à 4,5 %.

Volatilité implicite (Implied volatility): volatilité attendue (écart type) du taux de variation du prix d'un actif (action ou obligation, par exemple). Elle peut être calculée à partir du prix de l'actif,

de 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 constituée des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro et dans lesquels est menée une politique monétaire unique, sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne**. La zone euro comprend actuellement la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, Chypre, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovénie, la Slovaquie et la Finlande.

ISSN 1561-4581



9 771561 458005