



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSystème

RAPPORT ANNUEL 2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

RAPPORT ANNUEL
2008

2008





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEMÈME



RAPPORT ANNUEL 2008

En 2009, toutes
les publications
de la BCE
comportent
un motif figurant
sur le billet
de 200 euros.

© Banque centrale européenne, 2009

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 :

Claudio Hils

Martin Joppen

La date d'arrêt des statistiques figurant dans le présent Rapport est le 27 février 2009.

ISSN 1561-4581 (version papier)

ISSN 1725-289X (internet)

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	11	3 LES BILLETS ET PIÈCES	137
CHAPITRE I LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE		3.1 La circulation des billets et pièces en euros et le traitement de la monnaie fiduciaire	137
1 LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE	20	3.2 La contrefaçon des billets et la lutte contre la contrefaçon	138
2 LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES, MONÉTAIRES ET ÉCONOMIQUES	27	3.3 La production et l'émission des billets	140
2.1 L'environnement macroéconomique mondial	27	4 LES STATISTIQUES	142
2.2 Les évolutions monétaires et financières	32	4.1 Les nouvelles statistiques ou les statistiques améliorées de la zone euro	142
2.3 Les évolutions de prix et de coûts	62	4.2 Les autres évolutions statistiques	143
2.4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail	72	4.3 Le programme de travail à moyen terme relatif à la fonction statistique de la BCE (2009-2012)	145
2.5 Les évolutions budgétaires	81	5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE	146
2.6 Les évolutions des taux de change et de la balance des paiements	91	5.1 Priorités de la recherche et réalisations	146
3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE HORS ZONE EURO	100	5.2 Diffusion des résultats de recherche : publications et conférences	147
CHAPITRE 2 LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE		6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS	149
1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT	114	6.1 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	149
1.1 Les opérations de politique monétaire	114	6.2 Les fonctions consultatives	149
1.2 Les opérations de change	127	6.3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires	154
1.3 Les activités de placement	127	6.4 Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	154
2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES	131	CHAPITRE 3 L'ENTRÉE DE LA SLOVAQUIE DANS LA ZONE EURO	
2.1 Le système TARGET	131	1 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES EN SLOVAQUIE	158
2.2 TARGET2-titres	133	2 LES ASPECTS JURIDIQUES DE L'INTÉGRATION DE LA NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA DANS L'EUROSYSTÈME	162
2.3 Les procédures de règlement pour les garanties	135		

3 LES ASPECTS OPÉRATIONNELS DE L'INTÉGRATION DE LA NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA DANS L'EUROSYSTÈME	163	1.2 Les questions institutionnelles	198
3.1 Les opérations de politique monétaire	163	1.3 Les évolutions dans les pays candidats et les relations avec ceux-ci	198
3.2 La contribution au capital, aux réserves et aux avoirs de réserve de change de la BCE	163	2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES	200
4 LE PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE EN SLOVAQUIE	165	2.1 Les principales évolutions du système monétaire et financier international	200
		2.2 La coopération avec des pays hors UE	203
CHAPITRE 4		CHAPITRE 6	
LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES		LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ	
1 LA STABILITÉ FINANCIÈRE	170	1 LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN	208
1.1 Le suivi de la stabilité financière	170	2 QUELQUES SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN	209
1.2 Les dispositifs de stabilité financière	173	CHAPITRE 7	
2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES	175	LA COMMUNICATION EXTERNE	
2.1 Questions générales	175	1 LA POLITIQUE DE COMMUNICATION	214
2.2 Le secteur bancaire	176	2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION	215
2.3 Les valeurs mobilières	177	CHAPITRE 8	
3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE	179	LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS	
4 LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ	184	1 LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE	220
4.1 Les systèmes de paiement de montant élevé et les fournisseurs d'infrastructures de services	184	1.1 L'Eurosysteme et le Système européen de banques centrales	220
4.2 Les systèmes et les instruments de paiement de détail	187	1.2 Le Conseil des gouverneurs	221
4.3 La compensation et le règlement-livraison de titres et de produits dérivés	188	1.3 Le Directoire	224
4.4 Autres activités	190	1.4 Le Conseil général	226
CHAPITRE 5		1.5 Les comités de l'Eurosysteme/ du SEBC, le Comité budgétaire, la Conférence sur les ressources humaines et le Comité de pilotage informatique de l'Eurosysteme	227
LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES		1.6 Le gouvernement d'entreprise	228
1 LES QUESTIONS EUROPÉENNES	194		
1.1 Les questions de politique économique	194		

2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION	231
2.1 Les ressources humaines	231
2.2 La Conférence sur les ressources humaines	233
2.3 Le nouveau siège de la BCE	233
2.4 L'Office de coordination des achats de l'Eurosystème	234
3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC	235
4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE	236
Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2008	237
Bilan au 31 décembre 2008	240
Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2008	242
Les règles et méthodes comptables	243
Annexe au bilan	248
Annexe au compte de résultat	261
Rapport du commissaire aux comptes indépendant	267
Annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes	269
5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2008	270
ANNEXES	
INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE	274
AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE	278
CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME	286
COMMUNICATIONS DE LA BCE RELATIVES AUX APPORTS DE LIQUIDITÉ EN EUROS	289
DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS 2008	298
GLOSSAIRE	304

LISTE DES ENCADRÉS

1 L'incidence des tensions affectant les marchés financiers sur les évolutions monétaires	33
Graphique A Flux mensuels d'entrées et de sorties relatifs aux actions ou parts des OPCVM monétaires et aux titres de créance à court terme émis par les IFM	33
Graphique B Flux mensuels d'entrées et de sorties relatifs à la monnaie en circulation et aux dépôts à vue	34
Graphique C Flux mensuels des prêts aux AIF, des titres de créance acquis par les IFM et des prêts sortis du bilan des IFM	35
Graphique D Actifs des établissements de crédit et prêts au secteur privé	36
2 Évolutions sur les marchés monétaires de la zone euro dans le contexte des turbulences financières	37
Graphique A Taux d'intérêt de la BCE et taux au jour le jour	39
Graphique B Volatilité implicite induite des options sur les contrats Euribor à trois mois d'échéance mars 2009	40
3 Volatilité et liquidité des marchés boursiers et des marchés des emprunts publics	51
Graphique A Volatilité observée des rendements boursiers et obligataires hebdomadaires	52
Graphique B Corrélation entre les rendements boursiers et obligataires hebdomadaires	52

	Graphique C Volumes négociés de contrats à terme sur emprunts publics	53		Graphique B Écarts de rendement des emprunts publics par rapport aux emprunts publics allemands	84
	Graphique D Volumes négociés sur les marchés boursiers	53		Graphique C <i>Swaps</i> sur défaut (CDS) souverains	84
4	Les cours des matières premières et l'inflation mesurée par l'IPCH	64	7	Les conséquences statistiques comptables de la crise financière sur le déficit public et la dette publique	85
	Graphique A Cours des matières premières	64	8	La crise financière et la politique budgétaire	89
	Graphique B Inflation mesurée par l'IPCH	65	9	Les évolutions récentes de la compétitivité de la zone euro	94
	Graphique C Sélection de sous-composantes des services dans l'IPCH	65		Graphique A Taux de change effectifs nominaux et réels de l'euro	94
	Graphique D Anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes et point mort d'inflation	66		Graphique B Évolution des indicateurs de compétitivité harmonisés dans les différents pays de la zone euro	95
5	Les évolutions du marché du travail dans la zone euro en 2008	77		Graphique C Évolution des indicateurs de compétitivité harmonisés intra et extra-zone euro	96
	Graphique A Croissance du PIB en volume et de l'emploi total dans la zone euro	77		10 Les opérations de politique monétaire dans le contexte de la récente volatilité des marchés financiers	115
	Graphique B Ventilation de la croissance du nombre d'heures travaillées	78		Graphique A Fourniture de liquidité par le biais des opérations d'open market et de l'utilisation des facilités permanentes	117
	Graphique C Répartition de la croissance de l'emploi par type de contrat	79		Graphique B Écart entre l'Eonia et le taux des opérations principales de refinancement	117
	Graphique D Emploi à temps partiel dans la zone euro	79	11	Les incidences statistiques de l'élargissement de la zone euro à la Slovaquie	160
6	Les évolutions des émissions et des écarts de rendement de titres de créance des administrations publiques de la zone euro	82	12	Dix ans d'UEM	197
	Tableau A Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance par les administrations publiques de la zone euro	83		LISTE DES TABLEAUX	
	Tableau B Structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro	83	1	Évolution des prix	63
	Graphique A Décomposition de la variation de la charge d'intérêts pour la période 1999-2008	84	2	Indicateurs de coûts de main-d'œuvre	70

3	Structure de la croissance du PIB en volume	73	11	Rendements des emprunts publics à long terme	48
4	Évolutions du marché du travail	80	12	Points morts d'inflation calculés à partir des obligations zéro coupon dans la zone euro	50
5	Situation budgétaire dans la zone euro et les pays de la zone euro	81	13	Principaux indices boursiers	54
6	Croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	100	14	Volatilité implicite des marchés boursiers	56
7	IPCH des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	101	15	Prêts des IFM aux ménages	57
8	Situation budgétaire des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	103	16	Taux d'intérêt sur les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières	57
9	Balance des paiements des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	104	17	Endettement des ménages et charges d'intérêts	58
10	Stratégies officielles de politique monétaire des États membres de l'Union européenne n'appartenant pas à la zone euro	108	18	Coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro	59
11	Flux de paiements dans TARGET	132	19	Ventilation du taux de croissance annuel en termes réels du financement externe des sociétés non financières	60
12	Répartition de la production des billets en euros en 2008	140	20	Ratios de rentabilité des sociétés non financières cotées de la zone euro	60
13	Principaux indicateurs économiques de la Slovaquie	158	21	Besoin de financement des sociétés non financières et principales composantes	61

LISTE DE GRAPHIQUES

1	Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire	21	22	Ratios d'endettement des sociétés non financières	62
2a	Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées	27	23	Ventilation de l'IPCH : principales composantes	63
2b	Principales évolutions dans les grandes économies émergentes	29	24	Contributions des principales composantes à l'IPCH	67
3	Principales évolutions sur les marchés de matières premières	31	25	Ventilation des prix à la production	69
4	M3 et prêts au secteur privé	32	26	Ventilation sectorielle de la rémunération par tête	70
5	Principales composantes de M3	42	27	Évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro	71
6	Taux d'intérêt des IFM appliqués aux dépôts à court terme et taux du marché monétaire	43	28	Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs de la zone euro	72
7	Ventilation sectorielle des dépôts	43	29	Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume	73
8	Créances sur les résidents de la zone euro	44	30	Indicateurs de confiance	75
9	Taux des prêts interbancaires en blanc	47	31	Chômage	80
10	Taux à 3 mois de l'Eurepo, de l'Euribor et des <i>swaps</i> de taux d'intérêt au jour le jour	47	32	Évolutions budgétaires 1999-2009	88

33	Solde du compte de transactions courantes et composantes	93
34	Exportations en volume de la zone euro à destination d'une sélection de partenaires commerciaux	93
35	Importations de biens hors zone euro	97
36	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	98
37	Position extérieure nette	98
38	Évolutions au sein du MCE II	105
39	Évolutions des monnaies de l'UE n'appartenant pas au MCE II	106
40	Taux directeurs de la BCE et Eonia	114
41	Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2008	121
42	Billets en circulation	121
43	Garanties éligibles par types d'actifs	125
44	Actifs livrés en garantie dans les opérations de crédit de l'Eurosystème comparés aux encours de crédit dans les opérations de politique monétaire	126
45	Répartition par types d'actifs (y compris les créances privées) livrés en garantie	126
46	Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2008	137
47	Valeur des billets en euros en circulation entre 2002 et 2008	137
48	Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2008 par coupure	138
49	Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2008	139
50	Répartition des faux billets en euros par coupure en 2008	139

ABRÉVIATIONS

PAYS

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

AUTRES

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

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

AVANT-PROPOS



En 2008, la Banque centrale européenne a célébré son dixième anniversaire. Nous avons connu une décennie de relative stabilité des prix, l'inflation annuelle s'étant établie en moyenne à un niveau seulement légèrement supérieur à 2 % dans la zone euro, conformément au mandat de maintien de la stabilité des prix confié à la BCE. De même, les anticipations d'inflation à long terme sont demeurées globalement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix durant cette période, reflétant la forte crédibilité dont bénéficie la politique monétaire de la BCE. Ce succès constitue également une preuve tangible de la robustesse institutionnelle, de la cohérence et de l'unité de l'Eurosystème ainsi que de sa capacité à agir dans l'esprit européen, en s'appuyant sur des valeurs partagées, des normes élevées et des principes communs. D'emblée, l'euro a été une monnaie stable. Il est à présent utilisé par les 329 millions de concitoyens des seize pays de la zone euro et largement accepté sur les marchés internationaux de capitaux. J'aimerais profiter de cette occasion pour souhaiter la bienvenue dans la zone euro aux citoyens de Slovaquie. Après l'adoption de

l'euro par Chypre et Malte en 2008, la Slovaquie est en effet devenue le seizième membre de la zone euro le 1^{er} janvier 2009.

L'année 2008 a été exceptionnelle, marquée par des évolutions économiques et financières sans précédent. En raison du renchérissement prononcé des matières premières, l'inflation s'est sensiblement accélérée au premier semestre 2008, durant lequel les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix se sont accrus. La progression annuelle de l'IPCH a culminé en milieu d'année, atteignant 4,0 % en juin et en juillet. En particulier, les signes d'une montée des tensions sur les salaires se sont multipliés. L'analyse monétaire a confirmé le diagnostic de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix. Afin d'éviter une généralisation des effets de second tour et de préserver un ancrage solide des anticipations d'inflation, le Conseil des gouverneurs de la BCE a relevé ses taux directeurs en juillet 2008. À partir de mi-septembre, les tensions financières se sont considérablement intensifiées et, partout dans le monde, elles se sont propagées de plus en plus à l'économie réelle. Conjuguée aux fortes baisses des prix de l'énergie et des autres matières premières, cette évolution a entraîné une diminution des tensions inflationnistes au niveau mondial et dans la zone euro. Parallèlement, l'incertitude a atteint un niveau exceptionnel, affectant la liquidité, les prix des actifs et les bilans. Dans l'ensemble, ces évolutions ont impliqué des risques nettement plus élevés de détérioration de la croissance et une réduction significative des tensions inflationnistes à moyen terme.

Dans le cadre d'une action coordonnée, la BCE et d'autres grandes banques centrales ont annoncé le 8 octobre 2008 des réductions de leurs taux directeurs. Entre octobre 2008 et mars 2009, le Conseil des gouverneurs a abaissé les taux directeurs de la BCE de 275 points de base au total. Les taux du marché monétaire au jour le jour ont diminué encore plus fortement sur cette période, alors que la BCE renforçait nettement sa fourniture de liquidité aux banques de la zone euro. Ces décisions sans précédent

ont été pleinement conformes au mandat de maintien de la stabilité des prix confié à la BCE, compte tenu de l'atténuation des tensions et des risques inflationnistes. L'analyse monétaire a montré que les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix diminuaient progressivement, avec le ralentissement du rythme sous-jacent d'expansion monétaire, notamment au second semestre 2008. La croissance des prêts au secteur privé non financier s'est également modérée au cours de l'année, reflétant le durcissement des conditions de financement et l'affaiblissement de l'activité économique.

Dans l'ensemble, malgré le net ralentissement des taux d'inflation à partir de mi-2008, la hausse annuelle moyenne de l'IPCH a atteint 3,3 % en 2008, son niveau le plus élevé depuis l'introduction de l'euro, au regard de taux de l'ordre de 2 % enregistrés les années précédentes. En dépit des fortes fluctuations de l'inflation, la politique monétaire de la BCE a réussi à assurer un ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long termes à des niveaux globalement compatibles avec la stabilité des prix sur l'ensemble de l'année 2008. Parallèlement, la croissance du PIB en volume dans la zone euro s'est ralentie, revenant à 0,8 % en 2008, après avoir enregistré des taux de croissance soutenus de 2,7 % en 2007 et 3,0 % en 2006. Bien que la croissance économique ait été relativement solide dans la zone euro début 2008, elle s'est rapidement détériorée par la suite sous l'effet d'un ralentissement marqué de l'activité économique mondiale.

En ce qui concerne la politique budgétaire, les résultats relativement favorables de ces dernières années se sont inversés en 2008 avec le développement de la crise financière et la détérioration rapide de l'environnement macroéconomique. Selon les prévisions intermédiaires publiées en janvier 2009 par la Commission européenne, le déficit moyen des administrations publiques s'est creusé dans la zone euro, passant de 0,6 % du PIB en 2007 à 1,7 % en 2008, et devrait encore augmenter fortement pour atteindre 4,0 % du PIB en

2009. En octobre 2008, les pays de la zone euro sont convenus d'une action coordonnée pour stabiliser le secteur bancaire, par le biais notamment de la recapitalisation des institutions financières ainsi que de la garantie des prêts et des dépôts. En décembre 2008, le Conseil européen a approuvé un plan de relance de l'économie européenne destiné à soutenir la reprise en renforçant la demande globale et en intensifiant les efforts de mise en œuvre des réformes structurelles prévues par la stratégie de Lisbonne. La hausse des ratios de déficit et de dette publics ainsi que les perspectives très incertaines posent des défis considérables aux finances publiques dans la zone euro. Pour renforcer la confiance dans la soutenabilité des finances publiques, un engagement crédible en faveur d'un processus d'assainissement permettant de revenir à des situations budgétaires saines, dans le plein respect des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance, est primordial.

S'agissant des politiques structurelles, la faiblesse persistante de l'activité économique et l'incertitude élevée quant aux perspectives économiques appellent un renforcement de la capacité de résistance de l'économie de la zone euro. Dans la situation actuelle, il est essentiel de suivre des politiques économiques conformes au principe d'une économie de marché ouverte dans un régime de libre concurrence, en résistant aux pressions protectionnistes. Par ailleurs, les réformes des marchés de biens et de services doivent favoriser la concurrence. Les réformes du marché du travail doivent permettre de faciliter le processus de fixation adéquat des salaires, protégeant ainsi l'emploi et encourageant la mobilité de la main-d'œuvre entre les secteurs et les régions. Cela sera particulièrement important pour les domaines et les secteurs fortement touchés par le choc de demande négatif. Dans plusieurs pays, il est également essentiel de prendre des mesures visant à remédier aux pertes de compétitivité accumulées au cours des dernières années.

Les difficultés auxquelles sont confrontés les marchés de capitaux ont considérablement augmenté au cours de l'année 2008. Les marchés monétaires de l'euro sont restés caractérisés par des écarts de taux importants et des volumes de transactions très faibles, malgré l'effet stabilisateur, sur ces variables, des mesures spécifiques introduites par la BCE en 2007 et étendues en 2008. Ces mesures ont consisté, pour l'essentiel, à procéder à la « préalimentation » du secteur bancaire en liquidité pendant les périodes de constitution des réserves, à accroître la durée moyenne des opérations de refinancement de l'Eurosystème et, en collaboration avec le Système fédéral de réserve, à fournir des liquidités en dollars.

Compte tenu de la très nette intensification, à mi-septembre 2008, des tensions affectant tous les segments et toutes les échéances du marché monétaire, l'Eurosystème a adopté de nouvelles mesures de gestion de la liquidité pour préserver l'accès des banques au refinancement. En particulier, une procédure d'appel d'offres à taux fixe par laquelle les soumissions sont servies en totalité a été adoptée pour les opérations principales de refinancement et pour toutes les opérations de refinancement à plus long terme, et la liste des garanties éligibles acceptées dans le cadre des opérations de refinancement a été temporairement étendue. Par ailleurs, le corridor constitué par les taux d'intérêt des facilités permanentes a été temporairement réduit. Grâce à ces mesures, les banques ont dans l'ensemble continué à disposer d'un large accès à la liquidité en euros, même si des tensions ont persisté, notamment sur les échéances les plus longues.

La BCE a apporté une contribution active aux réponses stratégiques et réglementaires adoptées en 2008 pour faire face à la crise financière et pour renforcer le système financier. Au niveau mondial, la BCE a participé aux délibérations au terme desquelles le Forum de stabilité financière a formulé des recommandations à l'intention des ministres des Finances et des gouverneurs de banques centrales du G7, en avril 2008.

Les mesures recommandées visent à renforcer les exigences prudentielles, la transparence et les dispositifs de valorisation, ainsi qu'à améliorer l'utilisation des notations de crédit, la réactivité des autorités vis-à-vis des risques et les dispositifs pour faire face à des situations de tension au sein du système financier. La BCE a également apporté sa contribution à d'autres réponses essentielles au niveau mondial, à savoir le plan d'action approuvé par les pays du G20 le 15 novembre 2008.

Au niveau européen, la BCE a formulé des conseils sur la teneur des mesures devant être prises par les autorités publiques pour soutenir le fonctionnement du système bancaire. La déclaration de Paris, adoptée le 12 octobre 2008 par les pays de la zone euro et approuvée le 16 octobre par le Conseil européen, a défini un plan d'action comportant des mesures coordonnées destinées à rétablir la confiance et à améliorer les conditions de financement de l'économie. Ces mesures ont consisté notamment à fournir des garanties publiques sur la dette bancaire et à recapitaliser les banques. Le Conseil des gouverneurs a énoncé des recommandations portant sur les principales caractéristiques et la valorisation des garanties publiques et des instruments de recapitalisation. L'objectif de ces recommandations était de préserver l'égalité des conditions de concurrence entre les institutions financières, de renforcer la stabilité du système financier, de faciliter un retour à des conditions normales de marché et d'assurer un financement satisfaisant de l'économie. Elles ont été dûment prises en compte par les États membres dans leurs décisions et reprises dans l'orientation de la Commission européenne sur la conformité aux règles du Traité relatives aux aides de l'État.

Début 2009, la BCE a contribué à la définition de principes directeurs concernant les mesures de sauvetage des actifs à risque afin de lever l'incertitude entourant la valorisation de certains actifs titrisés dans les bilans des institutions financières. L'orientation de la Commission européenne sur ces mesures prend en compte la contribution de la BCE.

En 2008, la BCE a continué de promouvoir activement le processus d'intégration financière européenne. La BCE a formulé des avis, en particulier sur la réglementation et la surveillance financières ainsi que sur les systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres et les systèmes de paiement. 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), que la BCE soutient fortement depuis sa conception, a franchi une première étape majeure avec le lancement du virement SEPA et du cadre SEPA relatif aux paiements par carte en janvier 2008. Depuis, les premiers avantages de SEPA ont commencé à se faire sentir pour les banques et, plus important encore, pour les utilisateurs finaux des services de paiement.

En ce qui concerne les services de banque centrale qui favorisent également l'intégration financière, la première génération à structure décentralisée du système TARGET, le système de paiements de montant élevé de l'Eurosystème, a été complètement remplacée en mai 2008 par un système de deuxième génération reposant sur une plate-forme unique (TARGET2). TARGET2 est la première infrastructure de marché à être pleinement intégrée et harmonisée au niveau européen. De plus, en juillet 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé la création d'une nouvelle plate-forme de règlement de titres, TARGET2-Titres (T2S). En offrant des services de règlement harmonisés, transfrontières et neutres, en euros comme dans d'autres devises, T2S représentera une avancée majeure sur la voie d'un marché des titres intégré en Europe. En juillet 2008, le Conseil des gouverneurs a également décidé de mettre en place une plate-forme unique partagée (CCBM2) pour la mobilisation des garanties, comportant des services de gestion de la liquidité et des garanties destinés aux contreparties de l'Eurosystème.

À fin 2008, l'effectif budgété total de la BCE était de 1357,5 personnes (en postes équivalent

temps plein) contre 1 348 à fin 2007. Les membres du personnel de la BCE proviennent des vingt-sept 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, 165 agents ont effectué une mobilité interne, 23 agents ont été détachés dans d'autres organisations et 30 agents ont bénéficié d'un congé sans solde, dans la plupart des cas pour prendre des fonctions dans une autre organisation. 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 2008, afin de prendre en compte les évolutions les plus récentes de l'espérance de vie et de la soutenabilité financière, la BCE a procédé à un examen du régime de retraite de son personnel. Les résultats de cet examen devraient se traduire par des mesures concrètes au printemps 2009.

L'année 2008 a posé de nouveaux défis en ce qui concerne le projet de nouveau siège de la BCE, la procédure d'appel d'offres visant à sélectionner un maître d'ouvrage n'ayant pas donné de résultats économiques satisfaisants. Par conséquent, toutes les options possibles ont fait l'objet d'une étude approfondie durant l'été et les calculs de coûts ainsi que la stratégie d'appel d'offres ont été revus. Sur la base de cette analyse, le Conseil des gouverneurs a décidé de diviser les passations de marché et les travaux de construction par métiers et par lots, et de relancer la procédure d'invitation à soumissionner en conséquence. Après une nouvelle étude de la situation du marché de la construction, la BCE reste déterminée à achever le projet dans les limites du budget prévu.

La BCE a dégagé un excédent de 2,66 milliards d'euros en 2008, après un résultat financier de 0,29 milliard en 2007. Le Conseil des

gouverneurs a décidé de transférer, au 31 décembre 2008, un montant de 1,34 milliard d'euros à une provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or. Le volume de cette provision qui, à la suite du transfert effectué en 2008, s'élève à 4,01 milliards d'euros, est réexaminé tous les ans. Le résultat net de la BCE, après transfert du montant à la provision, s'élève à 1,32 milliard d'euros en 2008. 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 2009

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J. Trichet', with a stylized flourish on the left side.

Jean-Claude Trichet



Le premier Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne en 1998



Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne en 2008

Note: Mario Draghi et Athanasios Orphanides n'ont pu assister à la réunion lors de laquelle la photo a été prise.



CHAPITRE I

**LES ÉVOLUTIONS
ÉCONOMIQUES ET LA
POLITIQUE MONÉTAIRE**

I LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

En 2008, la BCE a conduit sa politique monétaire dans le contexte des turbulences financières observées depuis août 2007. Le Conseil des gouverneurs a maintenu les taux directeurs de la BCE inchangés au premier semestre 2008, avant de les relever de 25 points de base en juillet et de les abaisser ensuite en trois étapes, de 175 points de base au total, au quatrième trimestre. Les évolutions des taux directeurs de la BCE en 2008 ont reflété l'évolution des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, qui ont fortement subi l'incidence de deux phénomènes mondiaux : les évolutions des cours internationaux des matières premières (énergie et produits alimentaires, en particulier) et les conséquences économiques des turbulences financières, qui se sont intensifiées à mi-septembre.

Au premier semestre 2008, les tensions inflationnistes se sont accentuées dans la zone euro, essentiellement sous l'effet de la hausse très rapide des prix des matières premières sur les marchés mondiaux. La hausse annuelle de l'IPCH est restée nettement supérieure à 2 % au cours de cette période, passant de 3,2 % en janvier à un pic de 4,0 % en juin et juillet, principalement en raison des évolutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Avec l'accroissement des tensions inflationnistes dans un contexte de situation relativement tendue sur le marché du travail, le risque d'effets de second tour s'est accru. En outre, le rythme sous-jacent de croissance de l'agrégat monétaire large est demeuré soutenu, bien qu'en ralentissement progressif par rapport aux pics observés début 2007. Afin de contenir les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix et d'assurer l'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme à des niveaux conformes à la définition de la stabilité des prix retenue par la BCE, en juillet 2008, le Conseil des gouverneurs a relevé de 25 points de base, à 4,25 %, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement.

Au troisième trimestre 2008, les données disponibles jusqu'à mi-septembre ont indiqué que les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme demeuraient orientés à la

hausse. L'incertitude entourant les perspectives d'évolution de l'activité économique est restée forte, en raison, notamment, des cours très élevés et volatils des matières premières et des tensions qui persistaient sur les marchés de capitaux. Dans l'ensemble, les risques pesant sur les perspectives économiques ont été orientés à la baisse.

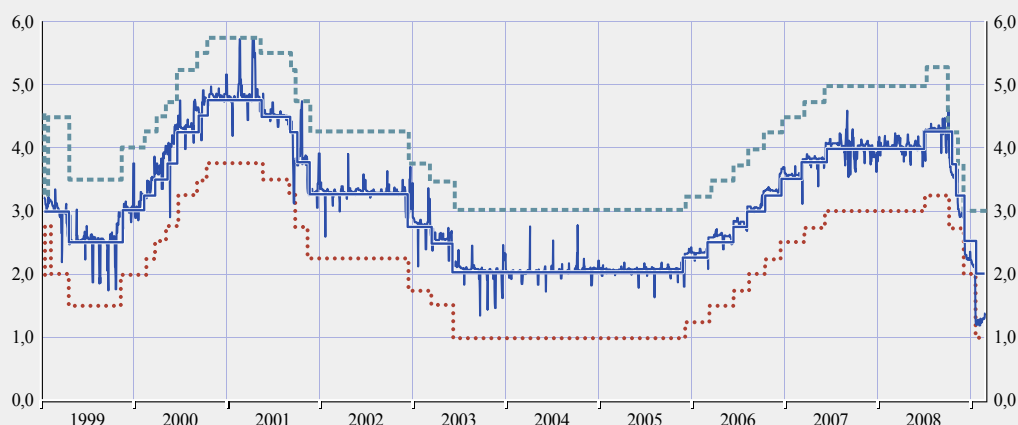
À compter de mi-septembre, la nette intensification des turbulences financières a provoqué de graves perturbations et des pénuries de liquidité sur de nombreux compartiments des marchés de capitaux et entraîné une détérioration significative des perspectives économiques mondiales. L'inflation a également fortement reculé au cours des derniers mois de l'année et les tensions inflationnistes se sont atténuées. Sous l'effet des baisses des prix des matières premières, en particulier des cours du pétrole, l'IPCH annuel a fléchi au second semestre, pour revenir à 1,6 % en décembre. Les évolutions monétaires, qui ont continué de se modérer au second semestre, ont confirmé l'atténuation des tensions inflationnistes. Dans ce contexte, le taux des opérations principales de refinancement a été réduit de 50 points de base à 3,75 % le 8 octobre, dans le cadre d'une action coordonnée avec d'autres grandes banques centrales. Ce taux a été de nouveau abaissé de 50 points de base en novembre et de 75 points de base en décembre, pour s'établir à 2,50 % en fin d'année (cf. graphique 1).

La croissance du PIB en volume de la zone euro a été soutenue, s'inscrivant néanmoins légèrement en-deçà de sa tendance au premier semestre, bien que l'incidence des conditions météorologiques exceptionnelles sur l'activité dans la construction ait affecté les taux de croissance trimestriels d'une certaine volatilité. La situation économique s'est détériorée au second semestre 2008, en particulier après l'intensification des tensions sur les marchés de capitaux à mi-septembre. La crise financière s'est propagée à l'économie réelle beaucoup plus largement que prévu. Au troisième trimestre, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 0,2 % en glissement trimestriel, reflétant essentiellement la forte contribution

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Taux de soumission minimal/taux fixe des opérations principales de refinancement
- ... Taux de la facilité de dépôt
- - - Taux de la facilité de prêt marginal
- Taux au jour le jour (Eonia)



Source : BCE

Note : La dernière observation correspond au 27 février 2009.

négative des exportations nettes, la faiblesse de la croissance des exportations étant allée de pair avec un vigoureux rebond des importations. Le quatrième trimestre a été marqué par un ralentissement généralisé de l'activité dans un contexte de renforcement de l'incertitude, le PIB réel se contractant de 1,5 %. Globalement, la progression du PIB en volume de la zone euro s'est établie à 0,8 % en 2008, niveau nettement inférieur à celui de 2,7 % enregistré en 2007.

La hausse annuelle de l'IPCH a été très soutenue en 2008, ressortant à 3,3 %, soit le niveau le plus élevé observé depuis l'introduction de l'euro, après s'être établie à des taux proches de 2 % au cours des années précédentes (2,1 % en 2007). Partant de 3,2 % en janvier, elle a atteint un pic de 4 % en juin et juillet avant de se ralentir pour revenir à 1,6 % en décembre. Ces évolutions ont été principalement liées aux variations mondiales des cours des matières premières, en particulier de l'énergie et des produits alimentaires. Les cours du pétrole sont passés de quelque 100 dollars le baril en janvier à un point haut proche de 150 dollars en juillet, pour chuter à 40 dollars le baril environ en décembre. Sur la majeure partie de 2008, le taux d'inflation a

été nettement supérieur au niveau correspondant à la définition de la stabilité des prix retenue par la BCE, principalement en raison des évolutions des cours des matières premières. La progression des coûts unitaires de main-d'œuvre est demeurée soutenue sous l'effet de la forte progression des salaires dans un contexte de tensions sur les marchés du travail et d'effets de second tour, mais aussi d'un ralentissement conjoncturel de la croissance de la productivité du travail plus tard dans l'année. Des signes d'une dérive haussière des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments financiers sont apparus vers le milieu de l'année, mais ils ont disparu après le relèvement des taux d'intérêt de juillet et le renversement de tendance des prix des matières premières, du pétrole en particulier, atténuant les inquiétudes quant à l'émergence d'effets de second tour. Dans l'ensemble, malgré les fortes variations de l'inflation liées aux importantes fluctuations des prix des matières premières, les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées des enquêtes sont demeurées globalement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix, en ligne avec l'orientation à moyen terme de la politique monétaire de la BCE.

Le rythme sous-jacent d'expansion monétaire s'est modéré courant 2008, tout en demeurant soutenu. Alors que la croissance de l'agrégat M3 a eu tendance à surestimer la dynamique monétaire de fond en raison du profil plat de la courbe des taux et d'autres facteurs temporaires, en particulier au premier semestre, une évaluation globale des composantes et des contreparties de M3 a confirmé que la croissance monétaire sous-jacente demeurait forte. La croissance des prêts au secteur privé non financiers s'est également modérée en 2008, reflétant le durcissement des conditions de financement et l'affaiblissement de l'activité économique. L'aggravation de la crise du système financier sous l'effet de l'intensification des tensions sur les marchés de capitaux en septembre a été mise en évidence vers la fin de l'année dans les données monétaires. En ce qui concerne les agrégats monétaires, elle n'a pas eu véritablement d'incidence sur M3 mais a essentiellement entraîné des arbitrages entre ses composantes. L'atonie des prêts en fin d'année a confirmé l'affaiblissement significatif des crédits aux entreprises après une longue période de croissance dynamique. Cette évolution a reflété essentiellement le ralentissement de l'activité économique réelle, bien que des facteurs d'offre aient pu également jouer un rôle, comme l'a mis en évidence l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro. Globalement, les évolutions monétaires ont confirmé une atténuation des tensions inflationnistes vers fin 2008.

LES TENSIONS INFLATIONNISTES ONT ENTRAÎNÉ UN RELÈVEMENT DES TAUX DIRECTEURS DE LA BCE EN JUILLET 2008

L'examen des décisions de politique monétaire prises en 2008 permet de scinder l'année en deux parties, à savoir la période s'achevant à l'été 2008, quand les données alors disponibles ont indiqué des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, et la période post-estivale, durant laquelle de nouvelles informations ont fait état d'une plus forte incidence des turbulences financières et du ralentissement de l'activité économique mondiale sur l'économie de la zone euro ainsi que d'une diminution des tensions inflationnistes.

Au premier semestre de l'année, la situation économique a été marquée par une forte incertitude concernant la réappréciation en cours du risque sur les marchés de capitaux et son incidence potentielle sur l'économie réelle. La croissance trimestrielle avait commencé à se modérer courant 2007. Les indicateurs de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise, qui avaient également commencé à fléchir, sont demeurés début 2008 à des niveaux dénotant une croissance soutenue. Les perspectives de croissance économique s'étaient quelque peu affaiblies tout en demeurant encore relativement bien orientées début 2008. Selon les prévisions, la demande intérieure et étrangère devait diminuer, mais continuer de soutenir la croissance. Malgré l'effet modérateur de la hausse des prix des matières premières, la croissance de la consommation devait contribuer à l'expansion économique, reflétant la hausse de l'emploi, les taux de chômage étant revenus à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis vingt-cinq ans. Comme le dynamisme de l'activité sur les marchés émergents devait atténuer l'impact du ralentissement économique des États-Unis sur la demande étrangère adressée à la zone euro, on s'attendait que la demande extérieure soutienne fermement les exportations de la zone euro.

En effet, au premier semestre, les données macroéconomiques publiées ont suggéré que la croissance du PIB en volume se ralentirait, mais dans des proportions modérées. Les projections macroéconomiques de juin 2008 établies par les services de l'Eurosystème ont tablé sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 1,5 % et 2,1 % en 2008, et entre 1,0 % et 2,0 % en 2009. Alors que les projections pour 2008 sont demeurées dans la partie inférieure de la fourchette publiée en décembre 2007, celles pour 2009 ont été légèrement révisées en baisse. Les incertitudes qui entouraient les perspectives de croissance économique étaient très élevées et les risques considérés comme étant orientés à la baisse. Ces risques étaient liés, pour l'essentiel, à l'éventualité d'une incidence plus forte que prévu des évolutions des marchés de

capitaux sur les conditions de financement et le climat des affaires, susceptible d'avoir des répercussions défavorables sur la croissance mondiale et celle de la zone euro. D'autres risques à la baisse étaient liés à la possibilité de nouveaux renchérissements du pétrole et des autres matières premières, aux préoccupations relatives aux pressions protectionnistes et aux perturbations que pourraient susciter les déséquilibres mondiaux.

Dans le même temps, la zone euro a connu une période de hausse des taux d'inflation annuels résultant principalement du renchérissement marqué de l'énergie et des produits alimentaires au niveau mondial. La progression annuelle de l'IPCH, supérieure à 3 % début 2008, est passée de 3,2 % en janvier à 3,7 % en mai, de vives tensions s'exerçant à court terme sur l'inflation globale. Par conséquent, en juin, le Conseil des gouverneurs a constaté une nouvelle accentuation des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. L'inflation mesurée par l'IPCH devait, selon les prévisions, demeurer à un niveau élevé sur une période plus longue qu'initialement attendu. Des signes d'une dérive haussière des anticipations d'inflation à long terme se sont également fait sentir. Les projections macroéconomiques de juin 2008 établies par les services de l'Eurosystème ont tablé sur une hausse annuelle moyenne de l'IPCH comprise entre 3,2 % et 3,6 % en 2008, et entre 1,8 % et 3,0 % en 2009. Les fourchettes prévues pour l'inflation en 2008 et 2009 étaient donc nettement plus élevées que celles qui figuraient dans les projections précédentes, principalement en raison du renchérissement du pétrole et des produits alimentaires et de la montée des tensions inflationnistes dans le secteur des services. On craignait également une croissance des salaires plus forte que prévu, compte tenu des niveaux élevés d'utilisation des capacités, des tensions sur le marché du travail et du risque d'effets de second tour.

Tout en se modérant, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 est demeuré soutenu. Un certain nombre de facteurs temporaires, en particulier le profil relativement plat de la courbe des

rendements, ont indiqué que la progression de M3 surestimait le rythme sous-jacent d'expansion monétaire. Toutefois, même en tenant compte de ces effets, une évaluation globale des données monétaires a confirmé la vigueur persistante du taux sous-jacent de croissance de la monnaie et du crédit. La progression des emprunts des ménages s'est un peu modérée, reflétant l'incidence des relèvements des taux directeurs de la BCE à compter de décembre 2005 et le ralentissement des marchés de l'immobilier résidentiel dans plusieurs régions de la zone euro. Toutefois, la croissance des prêts aux sociétés non financières est demeurée dynamique.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a considéré que les risques pesant sur la stabilité des prix demeuraient nettement orientés à la hausse et qu'ils avaient continué de se renforcer. Ces risques étaient liés, en particulier, à la possibilité d'effets de second tour s'exerçant sur la fixation des salaires et des prix, mais aussi à l'éventualité de nouveaux renchérissements du pétrole et des produits alimentaires. La possibilité de relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte plus importants que prévu à l'époque constituait également un risque à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation. Cette analyse a été confirmée par le recoupement de l'analyse économique avec les données relatives à la croissance de la monnaie et du crédit. Compte tenu de la forte croissance des agrégats de monnaie et de crédit, l'analyse monétaire a confirmé l'analyse économique, qui faisait état de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes. Le Conseil des gouverneurs a souligné sa détermination à ancrer fermement les anticipations d'inflation à moyen et long termes à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

En vue d'éviter des effets de second tour généralisés et de contrer le renforcement des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 3 juillet 2008, de relever de 25 points de base les taux directeurs de la BCE, qui étaient restés inchangés depuis juin 2007 en raison de l'accentuation de l'incertitude

dans un contexte marqué par la poursuite des turbulences financières. Le Conseil a réaffirmé sa détermination à ancrer fermement les anticipations d'inflation à moyen et long termes à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Cela devait permettre de préserver le pouvoir d'achat à moyen terme et continuer de favoriser une croissance soutenable et l'emploi dans la zone euro.

Au troisième trimestre 2008, on s'attendait que les chiffres de la croissance du PIB en volume qui seraient publiés pour le deuxième trimestre 2008 seraient nettement inférieurs à ceux du premier trimestre. S'il s'agissait en partie d'une réaction technique à la forte croissance observée au cours des premiers mois de l'année, cette évolution reflétait également un affaiblissement de la croissance du PIB lié au ralentissement de la croissance mondiale et aux effets modérateurs du niveau élevé et de la volatilité des prix du pétrole et des produits alimentaires. L'incertitude entourant les perspectives de croissance économique restait très forte, en raison, notamment, des cours très élevés et volatils des matières premières et des tensions qui prévalaient sur les marchés de capitaux. Dans l'ensemble, les risques à la baisse persistaient.

Dans le même temps, les informations disponibles en août et septembre ont confirmé que les taux d'inflation annuels resteraient probablement nettement supérieurs aux niveaux compatibles avec la stabilité des prix pendant une période prolongée. Ces données ont également indiqué que les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme demeuraient orientés à la hausse. Après avoir atteint 4,0 % en juin, l'inflation était restée inchangée à 4,0 % en juillet et s'était établie à 3,8 % en août, dans une large mesure en raison des effets à la fois directs et indirects des fortes hausses antérieures des prix de l'énergie et des produits alimentaires au niveau mondial. De plus, il s'est confirmé que la croissance salariale s'était nettement accélérée. Parallèlement au ralentissement de la productivité du travail, cette évolution a entraîné de fortes hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre.

L'AFFAIBLISSEMENT DES TENSIONS INFLATIONNISTES A ENTRAÎNÉ UN ASSOULISSEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE FIN 2008

Les turbulences financières se sont intensifiées en septembre, dominées par les événements survenus sur les marchés américains, en particulier après la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre. Il en est résulté une forte volatilité sur tous les compartiments des marchés de capitaux, une faible liquidité sur de nombreux segments de marché, des restructurations importantes de plusieurs grandes institutions financières, une crise financière en Islande et des effets de contagion pour d'autres pays ainsi que l'adoption de mesures d'une ampleur sans précédent par les autorités publiques. La crise financière a également entraîné une forte augmentation de l'aversion au risque, comme en a témoigné, entre autres, le creusement important des écarts de rendement des obligations du secteur privé et des titres souverains, qui a exercé une incidence baissière significative sur l'économie réelle. Lors de sa réunion du 2 octobre, le Conseil des gouverneurs a débattu de façon approfondie de l'intensification récente des turbulences sur les marchés de capitaux et de leurs conséquences possibles sur l'activité économique et l'inflation, reconnaissant le niveau exceptionnellement élevé de l'incertitude engendrée par les dernières évolutions. Alors que l'économie mondiale dans son ensemble ressentait les effets négatifs de cette période intense et prolongée de turbulences financières, l'activité économique s'est également affaiblie dans la zone euro.

Les tensions inflationnistes avaient commencé à se modérer dans la zone euro ainsi que dans un certain nombre d'autres grandes économies, reflétant principalement un recul prononcé des prix de l'énergie et des autres matières premières. Les anticipations d'inflation avaient diminué, revenant à des niveaux compatibles avec la définition de la stabilité des prix établie par la BCE. En renforçant les risques baissiers pesant sur la croissance, l'intensification de la crise financière avait également réduit les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix.

Dans le cadre d'une action concertée, le 8 octobre, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la BCE, le Système fédéral de réserve, la Banque de Suède et la Banque nationale suisse ont annoncé des baisses de leurs taux directeurs. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a réduit de 50 points de base les taux directeurs de la BCE, reconnaissant que les risques à la hausse pesant sur l'inflation s'étaient atténués depuis peu et que les tensions inflationnistes avaient commencé à se modérer. Le Conseil des gouverneurs a également adopté deux mesures temporaires visant à soutenir la mise en œuvre de la politique monétaire, à savoir la réduction du corridor constitué par les taux des facilités permanentes et la mise en place d'une procédure d'appel d'offres à taux fixes par laquelle la totalité des soumissions serait servie.

Les tensions se sont propagées de plus en plus du secteur financier à l'économie réelle et des économies avancées aux économies de marché émergentes. Les perspectives de croissance mondiale se sont fortement détériorées, ce qui signifiait que la contraction attendue de la demande étrangère exercerait une incidence négative sur l'activité de la zone euro. La détérioration des indicateurs de confiance des chefs d'entreprise, qui s'était amorcée mi-2007, s'est accélérée pour atteindre chaque mois de nouveaux points bas records. Le quatrième trimestre a été marqué par un ralentissement économique généralisé accompagné d'un niveau élevé d'incertitude et les gouvernements ont annoncé d'importants programmes de relance. Les informations disponibles sur les évolutions conjoncturelles ont justifié le pessimisme accru des perspectives en raison notamment de la matérialisation de risques déjà identifiés liés aux tensions sur les marchés de capitaux. Selon les prévisions, l'atonie de l'économie mondiale et le marasme de la demande intérieure allaient persister au cours des trimestres suivants. De fait, les projections macroéconomiques de décembre 2008 établies par les services de l'Eurosystème ont fait état d'une nette détérioration de ces perspectives. La croissance annuelle du PIB en volume devait être comprise entre -1,0 % et 0,0 % en 2009 et entre 0,5 % et 1,5 % en 2010.

Ces chiffres ont constitué d'importantes révisions en baisse par rapport aux projections précédentes. Les perspectives économiques restaient entourées d'un degré exceptionnellement élevé d'incertitude, les risques pesant sur la croissance économique demeurant orientés à la baisse.

En ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH s'était considérablement ralentie, revenant à 2,1 % en novembre, après 3,2 % en octobre et 3,6 % en septembre. Selon les prévisions, les taux d'inflation devaient continuer à fléchir au cours des mois à venir. L'intensification et la généralisation des turbulences sur les marchés de capitaux étaient appelées à modérer la demande à l'échelle mondiale et dans la zone euro durant une période relativement prolongée. Dans un tel environnement, compte tenu de la forte baisse des prix des matières premières observée les mois précédents, une atténuation des tensions sur les prix, les coûts et les salaires dans la zone euro était également attendue. Les projections de décembre 2008 établies par les services de l'Eurosystème ont prévu une fourchette de hausse des prix en rythme annuel comprise entre 1,1 % et 1,7 % en 2009 et entre 1,5 % et 2,1 % en 2010. Pour 2009, ces projections ont constitué d'importantes révisions en baisse par rapport aux projections précédentes, reflétant principalement les fortes baisses des cours de matières premières et l'incidence de l'affaiblissement de la demande. Les risques pesant sur la stabilité des prix à l'horizon de moyen terme pertinent pour la politique monétaire ont été jugés plus équilibrés qu'au trimestre précédent.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données disponibles vers fin 2008 ont montré que les rythmes annuels de croissance de l'agrégat monétaire large et des agrégats de crédit continuaient de se ralentir, tout en demeurant à des niveaux élevés. L'intensification des turbulences observées depuis mi-septembre sur les marchés de capitaux avait été considérée comme un tournant potentiel dans les évolutions monétaires, les données relatives à la monnaie et au crédit pour octobre indiquant qu'elles exerçaient une forte influence sur le

comportement des intervenants de marché. Toutefois, en novembre, des signes d'un retour à la dynamique monétaire qui avait précédé la faillite de Lehman Brothers ont été observés. Globalement, l'agrégat large M3 ainsi que, en particulier, les composantes de M3 les plus étroitement liées aux tensions financières en cours, telles que les titres d'OPCVM monétaires, ont présenté une forte volatilité d'un mois sur l'autre au cours des derniers mois de 2008. Abstraction faite de cette volatilité, le rythme sous-jacent de croissance de M3 a continué de se ralentir progressivement à partir du pic observé en 2007. Toutefois, l'intensification des tensions financières depuis septembre 2008 a entraîné d'importants mouvements de substitution entre les composantes de M3. L'analyse monétaire a également indiqué une poursuite de la modération du taux de croissance des prêts au secteur privé non financier, liée essentiellement, jusqu'en décembre, à la faiblesse des prêts aux ménages, en particulier des prêts au logement et, en fin d'année, à un net ralentissement de la progression des concours aux sociétés non financières. L'atonie des prêts a semblé refléter principalement le ralentissement de l'activité économique réelle, bien que l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire ait suggéré que des facteurs d'offre ont pu également avoir joué un rôle. Le renforcement des tensions subies par le système financier est demeuré patent dans les données monétaires de fin d'année. Dans l'ensemble, les évolutions monétaires ont confirmé la poursuite de l'atténuation des tensions inflationnistes.

Les révisions des perspectives d'évolution de l'activité économique et donc de l'inflation ont justifié un assouplissement marqué de la politique monétaire. Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de réduire une nouvelle fois les taux directeurs de la BCE de 50 points de base lors de sa réunion du 6 novembre, reflétant la diminution des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix liée à la matérialisation des risques à la baisse sur la croissance. Lors de sa réunion du 4 décembre, le Conseil des gouverneurs a décidé de réduire les

taux directeurs de la BCE de 75 points de base supplémentaires. Les informations obtenues depuis sa dernière réunion ont fait état d'une nouvelle diminution des tensions inflationnistes, les taux d'inflation devant, à terme, être compatibles avec la stabilité des prix à l'horizon pertinent pour la politique monétaire.

2 LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES, MONÉTAIRES ET ÉCONOMIQUES

2.1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE MONDIAL

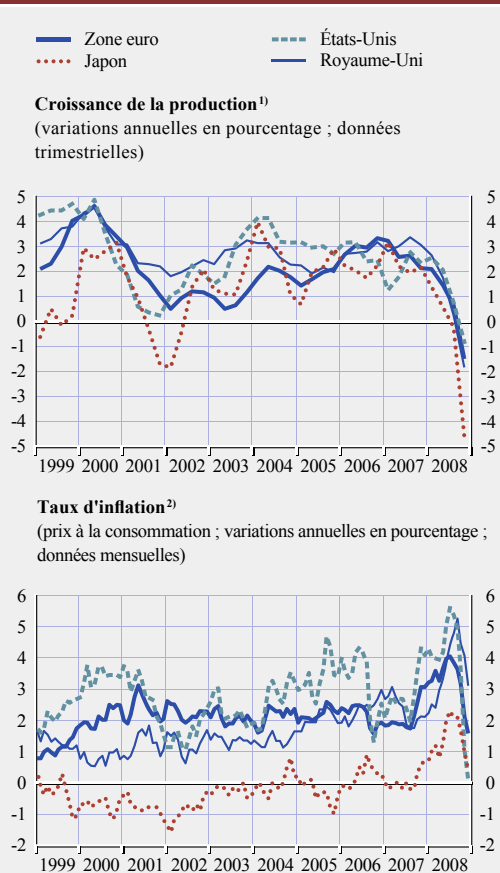
RÉPERCUSSIONS SUR L'ACTIVITÉ MONDIALE DES TURBULENCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

En 2008, les turbulences sur les marchés financiers se sont accrues, atteignant une intensité jamais observée depuis des décennies, ce qui a entraîné de graves conséquences pour l'économie réelle dans la dernière partie de l'année. Au premier semestre, l'atonie économique aux États-Unis s'est propagée au-delà du secteur de l'immobilier résidentiel et les répercussions internationales de la crise financière se sont traduites par un ralentissement de la croissance économique dans les grandes économies développées. Dans l'ensemble, l'activité économique mondiale est restée relativement soutenue par la résistance des économies émergentes. Néanmoins, à partir de la mi-septembre, lorsque la crise financière a abouti à la faillite d'une grande banque d'investissement américaine et à l'affaiblissement de plusieurs acteurs importants du système financier international, les défis auxquels l'activité économique était confrontée se sont accentués. La situation économique internationale s'est rapidement dégradée en raison de l'érosion de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise, du durcissement des conditions de crédit au niveau international et des effets de richesse négatifs découlant du recul des prix de l'immobilier et des cours boursiers. Alors que des mesures importantes et sans précédent ont été prises par les pouvoirs publics et les banques centrales à travers le monde afin de limiter les risques systémiques et rétablir la stabilité financière, les turbulences sur les marchés financiers ont entraîné un ralentissement de plus en plus synchronisé de l'économie mondiale, ce qui a amplifié les interactions négatives entre la crise financière et l'activité économique réelle. Vers la fin de l'année, la plupart des économies avancées étaient déjà en récession ou à la limite de celle-ci. De plus, le ralentissement économique a commencé à affecter plus vigoureusement les économies émergentes. En particulier la situation économique dans les pays présentant des déséquilibres extérieurs et

intérieurs importants s'est rapidement détériorée et la croissance économique des petites économies ouvertes s'est considérablement ralentie sur une très courte période.

L'évolution de l'inflation au niveau mondial a été largement influencée par les fluctuations marquées des prix des matières premières et par la situation économique internationale. Les pressions inflationnistes mondiales se sont intensifiées au premier semestre de l'année. Dans les pays membres de l'OCDE, l'inflation globale annuelle a atteint un pic de 4,8 % en juillet 2008.

Graphique 2a 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

Ce mouvement est essentiellement imputable au renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie, les cours du *Brent* ayant grimpé à un niveau record de 147,5 dollars le baril le 11 juillet 2008. Les économies émergentes, dont les denrées alimentaires ont une pondération plus élevée dans le panier des biens de consommation, ont subi des pressions inflationnistes encore plus prononcées. Au second semestre néanmoins, la baisse sensible des prix des matières premières, ainsi que le ralentissement économique international, ont considérablement réduit les taux d'inflation mondiaux. Les cours du pétrole se sont effondrés au second semestre, s'établissant à un niveau proche de 40 dollars fin 2008. En conséquence, après avoir atteint un pic en juillet, l'inflation annuelle dans les pays de l'OCDE a reculé à 1,5 % en décembre. Au mois de décembre, les prix à la consommation à l'exclusion des produits alimentaires et énergétiques avaient augmenté de 2 % sur une base annuelle.

ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, l'activité économique s'est fortement ralentie en 2008. Le PIB réel a progressé de 1,1 % sur l'ensemble de l'année. Si la croissance a été positive au premier semestre, en partie grâce à des mesures temporaires de relance budgétaire et au soutien du commerce extérieur, l'aggravation des tensions sur les marchés financiers, le durcissement des conditions de crédit et le fléchissement de la demande extérieure ont tous contribué au net recul de la production sur l'ensemble du second semestre 2008. La consommation privée a été négativement influencée par la détérioration de la confiance des consommateurs et des conditions sur le marché du travail, en sus de la diminution de la richesse des ménages imputable au recul des prix de l'immobilier résidentiel et des cours boursiers. Dans le même temps, les investissements des entreprises se sont réduits eu égard à la contraction de leurs bénéfices, au resserrement des critères d'octroi de crédit et à la nette détérioration des perspectives d'évolution de la demande. La correction en cours sur le marché immobilier résidentiel – aggravée par les turbulences financières – a continué à peser largement sur

l'économie, l'investissement résidentiel ayant contribué négativement à hauteur de 0,9 point de pourcentage à la croissance du PIB en 2008. Le commerce extérieur a constitué un élément important de soutien à la croissance durant la majeure partie de l'année 2008, reflétant le dynamisme de la demande extérieure au début de l'année ainsi que les effets différés de la dépréciation antérieure du dollar. Toutefois, l'effet positif du commerce extérieur s'est estompé vers la fin de l'année, étant donné que le ralentissement économique prononcé affectant plusieurs partenaires commerciaux des États-Unis a pesé sur la demande extérieure et sur les exportations. Le déficit de la balance courante est néanmoins revenu de 5,3 % du PIB en 2007 à 5 % en moyenne durant les trois premiers trimestres 2008, bien que cette amélioration ait été quelque peu limitée par le renchérissement du pétrole et des autres matières premières durant la plus grande partie de cette période, ce qui a fait augmenter la valeur moyenne des biens importés par rapport à l'année précédente.

S'agissant de l'évolution des prix aux États-Unis, le taux moyen de variation annuel de l'IPC s'est élevé à 3,8 % en 2008, contre 2,9 % un an auparavant. L'inflation globale a fluctué dans une fourchette plus large que d'habitude, reflétant la volatilité des cours du pétrole et des autres matières premières. L'inflation mesurée par l'IPC est restée élevée au premier semestre 2008, avec une pointe de 5,6 % en juillet sur fond de flambée des coûts de l'énergie. Vers la fin de l'année, le taux de variation annuel de l'IPC est retombé à 0,1 % en décembre, sous l'effet de la chute des cours des matières premières et de l'atonie croissante de l'économie à mesure que la récession s'aggravait. À l'exclusion des produits alimentaires et énergétiques, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC s'est établie à 2,3 % en 2008, soit le même pourcentage qu'en 2007. La tendance à la baisse observée durant la majeure partie de l'année a reflété, dans une certaine mesure, le ralentissement de la composante des loyers imputés.

Le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) du Système fédéral de réserve a réduit le taux

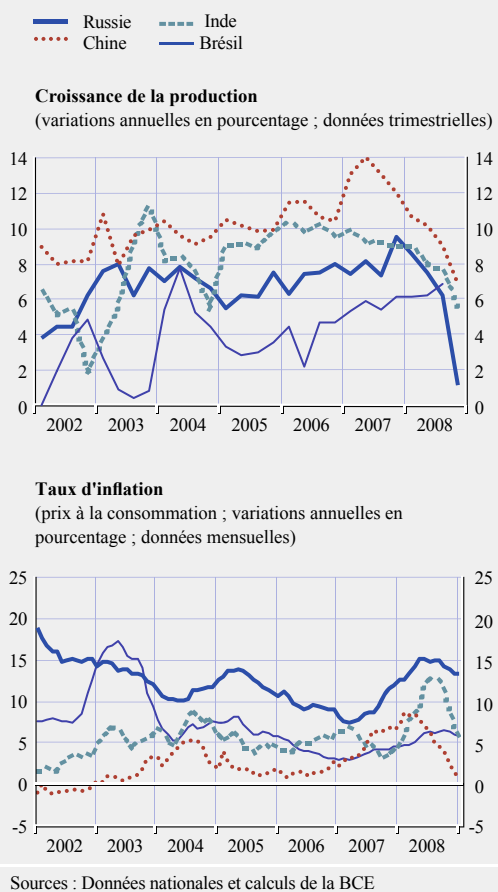
objectif des fonds fédéraux de 4,25 % au début de 2008 à une fourchette comprise entre 0,0 % et 0,25 % à la fin de l'année. Lors de sa réunion de décembre 2008, le Comité a prévu que la morosité économique allait sans doute nécessiter des taux directeurs exceptionnellement bas durant une certaine période. Le FOMC a mis en place plusieurs programmes visant à élargir la liquidité et à soutenir les marchés financiers face à la dégradation de la situation.

S'agissant de la politique fiscale, le déficit budgétaire fédéral s'est accru pendant l'exercice 2008 – lequel a débuté en octobre 2007 – par rapport à l'année précédente. Cette hausse résulte à la fois de la diminution des recettes fiscales sur fond de ralentissement économique et d'une augmentation des dépenses publiques, reflétant en partie la mise en œuvre des mesures de relance budgétaire. D'après les estimations des services budgétaires du Congrès, le déficit budgétaire fédéral s'est chiffré à 3,2 % au cours de l'exercice 2008.

JAPON

Au Japon, l'expansion économique s'est brutalement arrêtée en 2008, la croissance légèrement positive du premier trimestre ayant été suivie d'un net recul de la production globale. Une demande extérieure robuste et des investissements intérieurs importants ont soutenu la croissance du PIB réel au premier trimestre. Toutefois, la diminution sensible des exportations nettes et des investissements des entreprises – qui avaient constitué les principaux facteurs à l'origine de la reprise japonaise les années précédentes – ainsi qu'un essoufflement de la consommation imputable à l'incertitude accrue sur le marché du travail et à une baisse des revenus réels, ont annulé la croissance positive du premier trimestre et entraîné des taux de croissance négatifs du PIB pour le reste de l'année. La hausse des prix à la consommation s'est considérablement accélérée au premier semestre de l'année, avec une pointe de 2,3 % en juillet, mais est ensuite revenue à 0,4 % en décembre. Si le secteur bancaire japonais a relativement bien résisté aux turbulences sur les marchés financiers

Graphique 2b Principales évolutions dans les grandes économies émergentes



internationaux, les pertes substantielles sur les marchés boursiers et l'intensification de la crise financière ont exercé une incidence négative sur les investissements des entreprises et la consommation au second semestre de l'année. La forte appréciation du yen, en termes effectifs, a exercé une pression à la baisse supplémentaire sur la rentabilité et les investissements des industries orientées vers l'exportation. Face à la dégradation rapide de la situation économique, la Banque du Japon a décidé de réduire l'objectif du taux cible au jour le jour non garanti de 40 points de base au total, le ramenant à 0,1 %, lors de ses réunions des 31 octobre et 19 décembre 2008, alors qu'elle avait laissé son objectif inchangé depuis février 2007.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ASIATIQUES

Au cours de 2008, l'activité économique a connu une décélération progressive dans les économies émergentes asiatiques. Eu égard à la généralisation du ralentissement économique et au resserrement des conditions de crédit au niveau mondial, la croissance des exportations s'est nettement infléchie au second semestre de l'année, particulièrement dans des petites économies ouvertes telles que Singapour, la province chinoise de Taïwan et la région à statut administratif spécial de Hong Kong. Le ralentissement global de l'activité économique a également résulté du tassement de la demande intérieure imputable au recul de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise, ainsi qu'à la contraction des investissements immobiliers.

Le renchérissement des matières premières et des produits alimentaires a eu pour conséquence une hausse plus vive des prix à la consommation au premier semestre dans de nombreux pays. Dans certains d'entre eux, cela a entraîné une érosion du pouvoir d'achat des consommateurs et un tassement des dépenses de consommation. Toutefois, les pressions inflationnistes ont commencé à se réduire au second semestre, sous l'effet du recul significatif des prix des produits pétroliers et alimentaires. Grâce aux performances macroéconomiques relativement saines de ces pays et à leur exposition directe limitée aux produits dérivés liés aux prêts hypothécaires à risque, on n'a observé, jusqu'au mois de septembre, que de faibles répercussions des turbulences financières sur l'activité économique. Depuis lors néanmoins, le changement soudain dans l'attitude face au risque et l'important effet de levier inversé au niveau mondial ont entraîné un effondrement marqué des marchés boursiers et une dépréciation sensible des monnaies locales dans la plupart des économies émergentes asiatiques. La volatilité des marchés financiers a varié en fonction des pays. Son incidence sur la Chine a été plus limitée grâce au caractère assez fermé et moins développé de son système financier, tandis qu'une volatilité plus élevée a été observée sur les marchés financiers coréens et

indonésiens, sur fond de préoccupations relatives à l'importance de la dette intérieure et au recul des prix des matières premières respectivement.

S'agissant de l'économie chinoise, la croissance du PIB réel est revenue de 13 % en 2007 à 9 % en 2008. Le ralentissement économique a résulté de facteurs tant extérieurs que domestiques. Les réserves de change ont poursuivi leur progression, atteignant au total 1.900 milliards de dollars des États-Unis en 2008, grâce au surplus de la balance commerciale et aux entrées de capitaux jusqu'en septembre 2008, induites par des anticipations d'une appréciation continue du taux de change et un différentiel de taux d'intérêt positif. La hausse des prix à la consommation a atteint un pic de 8,7 % en février, puis est sensiblement retombée sous l'effet de la stabilisation des prix des produits alimentaires intérieurs. Au mois de septembre, dans le contexte du recul de l'inflation et de l'intensification de la crise financière mondiale, les autorités chinoises ont modifié leur politique et adopté des mesures de soutien à la croissance économique. La Banque populaire de Chine a commencé à assouplir sa politique monétaire : les taux débiteurs et créditeurs de référence à un an ont été réduits à cinq et quatre reprises respectivement, d'un total de 216 et 189 points de base et le ratio de réserves obligatoires a été abaissé de 200 à 400 points de base en fonction de l'institution. En outre, l'appréciation continue du yuan renminbi par rapport au dollar des États-Unis a pris fin au quatrième trimestre.

AMÉRIQUE LATINE

La croissance économique a été vigoureuse en Amérique latine au premier semestre 2008 (s'établissant à quelque 5 % en Amérique du Sud, mais seulement 2,1 % au Mexique), alors que les pressions inflationnistes élevées n'ont cessé de s'accroître au cours de l'année, avec un taux d'inflation de 8,7 % en 2008 pour cette région, contre 6,1 % en 2007. Les pays ayant adopté un régime de change fixe ou quasi fixe ont affiché une inflation plus élevée que ceux dotés d'un régime de ciblage de l'inflation. L'amélioration des fondamentaux macroéconomiques, la cherté des matières premières et la robustesse

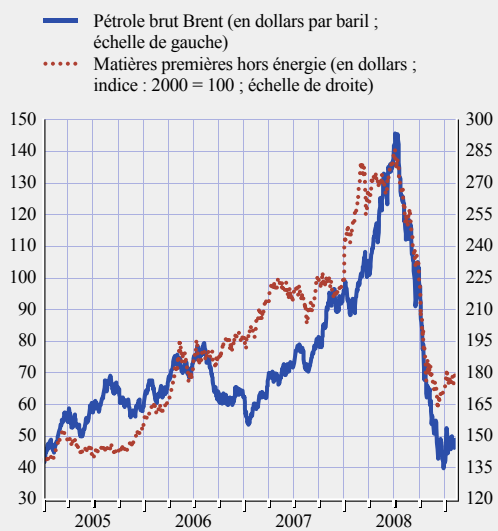
de la demande intérieure ont continué de soutenir les perspectives économiques au premier semestre 2008, mais ont également entraîné des pressions inflationnistes accrues. Cependant, à partir de mi-septembre 2008, les conditions financières extérieures se sont détériorées avec le déclenchement de la crise financière internationale. En particulier, les écarts de rendement sur les *swaps* de défaut sur la dette souveraine de l'Amérique latine se sont considérablement creusés, en particulier en Argentine et au Venezuela (de quelque 4 000 et 3 000 points de base respectivement à la fin de l'année). De plus, les devises se sont dépréciées vis-à-vis du dollar des États-Unis, les marchés boursiers se sont inscrits en nette baisse, reculant de quelque 50 % durant l'année et des pénuries de liquidité sont apparues. Le Brésil et le Mexique ont été particulièrement touchés par les insuffisances de liquidité, d'importantes sorties de capitaux ayant influencé le paysage financier de la région.

NET REcul DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES AU SECOND SEMESTRE 2008

Les évolutions des prix des matières premières ont été au centre de l'attention tout au long de 2008. Au premier semestre, les cours du pétrole ont poursuivi leur hausse à un rythme toujours plus rapide, avec un pic de 147,5 dollars des États-Unis pour le baril de *Brent* le 11 juillet (cf. graphique 3). Les prix ont ensuite commencé à diminuer et la tendance à la baisse a été amplifiée par les remous sur les marchés financiers. À la fin de 2008, le cours du baril s'établissait à 39,5 dollars. Exprimé en euros, cela correspond à peu près au niveau de décembre 2004. Sur l'ensemble de l'année, le cours moyen du baril de *Brent* s'est élevé à 98,3 dollars des États-Unis, soit 35 % de plus que la moyenne de l'année précédente.

Le premier semestre de l'année a été caractérisé par une situation très tendue sur le marché pétrolier. S'agissant de l'offre, celle hors OPEP n'a, à plusieurs reprises, pas répondu aux attentes. Cette évolution a forcé les pays de l'OPEP à accroître leur production afin de répondre à la demande. Cela a, à son tour,

Graphique 3 Principales évolutions sur les marchés de matières premières



Sources : Bloomberg et HWWI

entraîné des réserves de capacités de production exceptionnellement faibles des pays membres de l'OPEP, amplifiant les inquiétudes quant à d'éventuelles perturbations de l'offre liées aux tensions géopolitiques. Par ailleurs, la progression de la demande est restée ferme. Si l'augmentation des prix a entraîné un fléchissement de la demande dans les pays de l'OCDE, ce phénomène ne s'est pas produit dans les économies émergentes où les importations de pétrole se sont montrées très dynamiques grâce à la vigueur de la croissance économique et à des subventions publiques. Dans ce contexte, les stocks des pays de l'OCDE se sont réduits et les prix sont devenus très volatils, réagissant à toute nouvelle ou rumeur faisant état de la détérioration des conditions d'équilibre entre l'offre et la demande.

À la mi-juillet, les stocks aux États-Unis ont commencé à s'accroître – une évolution non conforme au profil saisonnier habituel –, ce qui a entraîné une correction des cours. Ce recul a été renforcé par les perturbations sur les marchés financiers et par leur incidence sur les perspectives économiques mondiales. Cela a entraîné une nette révision à la baisse

des projections de la demande, y compris pour les économies émergentes. Dans ce contexte, l'OPEP est intervenue pour stabiliser les prix, par le biais de réductions importantes de l'offre.

Les prix des matières premières non énergétiques ont également été très volatils tout au long de l'année (cf. graphique 3). Leur indice a largement progressé au premier trimestre 2008, essentiellement porté par les matières premières agricoles et s'est stabilisé par la suite. Quand les prix de l'énergie ont entamé un mouvement à la baisse, les cours des matières premières non énergétiques ont suivi, et enfin l'arrivée de la crise financière a touché en particulier les prix des métaux. En termes agrégés, les prix des matières premières non énergétiques (exprimés en dollars des États-Unis) ont en moyenne progressé de quelque 14 % en 2008 par rapport à l'année précédente.

2.2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

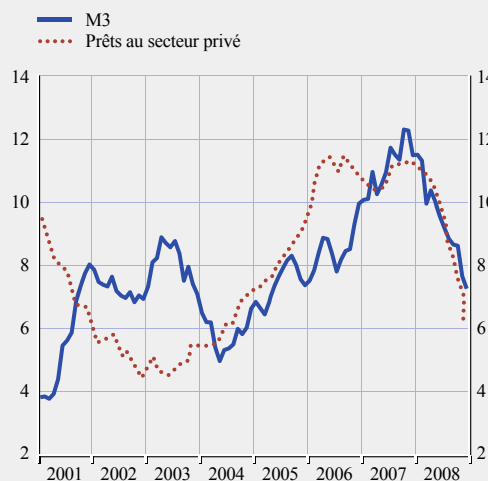
LE RYTHME SOUS-JACENT DE LA CROISSANCE DE L'AGRÉGAT MONÉTAIRE LARGE S'EST RALENTI AU COURS DE L'ANNÉE, TOUT EN DEMEURANT SOUTENU

Après avoir atteint un sommet au quatrième trimestre 2007, le rythme sous-jacent de la croissance de l'agrégat monétaire large et du crédit s'est ralenti dans la zone euro au cours de 2008. Ce mouvement se reflète dans le recul des taux de croissance annuels aussi bien de l'agrégat monétaire large M3 que des prêts consentis par les IFM au secteur privé. Ces taux sont retombés à 7,3 % et 5,8 % respectivement en décembre 2008, soit un niveau bien inférieur aux 11,5 % et 11,2 % enregistrés en décembre 2007 (cf. graphique 4).

Malgré son tassement continu, la croissance de M3 est restée vigoureuse en 2008. Cela a partiellement reflété l'effet stimulant exercé par le profil relativement aplati de la courbe des rendements de la zone euro, ce qui a encouragé des réaménagements de portefeuilles au détriment des actifs à plus long terme et

Graphique 4 M3 et prêts au secteur privé

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



Source : BCE

en faveur des instruments monétaires à court terme (particulièrement les dépôts à terme des IFM), lesquels offraient des niveaux similaires de rémunération, tout en étant moins risqués. De tels effets ne devraient pas perdurer une fois que la pente de la courbe des rendements se normalisera. Néanmoins, si l'on tient compte de ces effets et d'autres effets à court terme par le biais d'une analyse globale des données monétaires, le taux tendanciel de l'expansion monétaire large est resté robuste à la fin de l'année, comme le reflète par exemple la forte croissance des dépôts des ménages.

Le tassement de la croissance de l'agrégat monétaire large et du crédit au cours de 2008 a largement reflété l'effet des hausses antérieures des taux d'intérêt, le resserrement des conditions d'octroi de crédits en général, ainsi que le ralentissement de l'activité économique. Bien que les tensions financières aient à certains moments exercé une incidence considérable sur les composantes et contreparties spécifiques de M3 qui étaient le plus étroitement liées à la nature des turbulences (par exemple les détentions d'actions ou parts d'OPCVM monétaires), la crise financière n'a globalement pas donné

lieu à de nettes ruptures dans la tendance à la baisse de la croissance de l'agrégat monétaire large et du crédit. Entre-temps, les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire indiquent un durcissement

progressif des conditions d'octroi de crédits au cours de l'année. Pour une analyse plus détaillée de l'incidence des turbulences financières sur l'analyse monétaire au niveau de la zone euro, cf. l'encadré 1.

Encadré 1

L'INCIDENCE DES TENSIONS AFFECTANT LES MARCHÉS FINANCIERS SUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Les tensions financières apparues en août 2007 ont exercé une profonde incidence sur les évolutions à très court terme de certaines rubriques du bilan des IFM, entraînant dans certains cas un accroissement sensible de leur volatilité et des changements dans l'orientation de leur croissance. Le présent encadré examine quelques exemples de ces effets visibles lors de différentes phases de la période de tensions. Trois grandes phases sont utilisées comme points de référence : la phase au cours de laquelle les tensions se sont fait jour, couvrant la période allant d'août 2007 à février 2008 (elle inclut les incertitudes prévalant fin 2007), la phase s'étalant de mars 2008 à mi-septembre 2008, et la phase débutant mi-septembre 2008, durant laquelle les tensions se sont intensifiées.

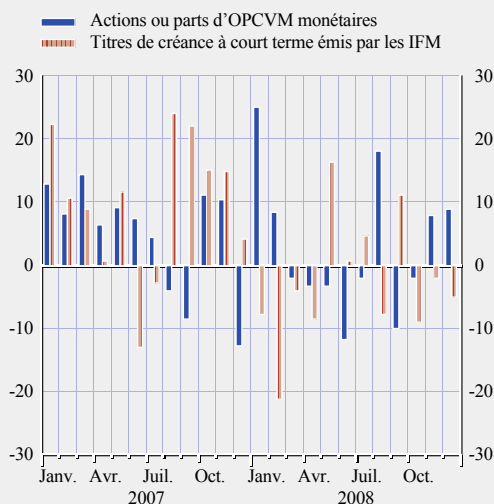
Effets visibles sur les composantes de M3

Un exemple des tensions financières ayant une incidence visible sur les composantes de l'agrégat monétaire M3 n'est autre que leur effet sur les instruments négociables tels que les actions ou parts d'OPCVM monétaires ou encore les titres de créance à court terme émis par les IFM. La volatilité des flux mensuels d'entrées et de sorties relatifs à ces instruments s'est accrue, bien que son évolution se soit déclinée en plusieurs périodes d'entrées et de sorties (cf. graphique A). L'augmentation de la volatilité a coïncidé avec un repli substantiel du taux de croissance annuel de ces instruments.

Le renforcement des incertitudes observé durant la première phase des tensions s'est traduit par les sorties notables des OPCVM monétaires survenues dès l'émergence des tensions en août 2007 ainsi qu'en décembre 2007, sur fond d'inquiétudes quant à l'exposition de certains OPCVM monétaires de la zone euro à des titres adossés à des actifs. Cependant, cette tendance s'est inversée dans les mois suivants, si bien que les entrées enregistrées en janvier 2008 ont été les plus importantes depuis l'avènement de l'Union monétaire. Lors de la deuxième phase,

Graphique A Flux mensuels d'entrées et de sorties relatifs aux actions ou parts des OPCVM monétaires et aux titres de créance à court terme émis par les IFM

(montants en milliards d'euros ; corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

les flux mensuels ont la plupart du temps été faiblement négatifs, et les sorties cumulées ont plus ou moins été compensées par les entrées considérables relevées en août, juste avant que les tensions ne s'intensifient. La troisième phase a, quant à elle, été caractérisée par des sorties en septembre et en octobre, lesquelles, à la différence de celles observées au cours de la première phase, ont été imputables à une accentuation de l'aversion pour le risque vis-à-vis des OPCVM monétaires à la suite de la faillite de Lehman Brothers et des pertes subies par les OPCVM monétaires américains ayant investi dans du papier commercial de Lehman Brothers. Ce phénomène a été exacerbé par le fait que le comportement des banques en matière de financement a conduit à une réorientation des fonds des OPCVM monétaires vers les dépôts bancaires favorablement rémunérés. Toutefois, durant les deux derniers mois de 2008, malgré que le renforcement des systèmes de garantie des

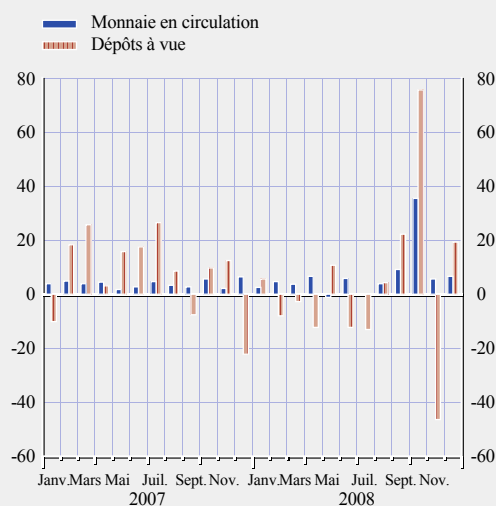
dépôts annoncé par les gouvernements ne couvre pas les OPCVM monétaires, des flux positifs ont à nouveau été enregistrés, laissant à penser que les craintes des résidents de la zone euro quant à une possible faillite de ces organismes se sont estompées.

L'évolution des titres de créance à court terme assortis d'une échéance inférieure ou égale à deux ans est, dans une certaine mesure, le reflet de celle des OPCVM monétaires, indiquant que l'effet sur les développements à très court terme des agrégats monétaires plus larges a été limité. Ce mouvement peut s'expliquer par la rémunération attractive des titres de créance à court terme, ce qui a pu inciter des investisseurs institutionnels à les détenir initialement comme substituts aux OPCVM monétaires lorsque ces derniers ont été perçus comme étant exposés au risque de contrepartie. Lors de la deuxième phase de la crise, la perception du risque de contrepartie s'étant progressivement déplacée vers les établissements de crédit, les détenteurs de monnaie ont eu tendance à acquérir un nombre nettement plus réduit de titres de créance à court terme émis par les IFM. Au cours de la troisième phase, après avoir été sensiblement positif en septembre, le flux mensuel des titres de créance est devenu négatif durant les trois derniers mois de 2008, reflétant la réticence du secteur détenteur de monnaie à acquérir de tels instruments exprimés sur une base nette.

Les tensions n'ont guère exercé d'impact visible sur les composantes de M3 autres que les instruments négociables. En l'occurrence, elles n'ont eu une incidence sur M1 qu'au cours de la troisième phase de la crise, lorsque la faillite de Lehman Brothers a exacerbé les inquiétudes quant à la stabilité des systèmes bancaires et a provoqué d'importants retraits d'espèces des banques de la zone euro (cf. graphique B). En octobre 2008, le montant de monnaie en circulation avait progressé de quelque 35 milliards d'euros par rapport aux mois précédents. Les flux se sont à nouveau normalisés en novembre et en décembre, même si la hausse relevée en octobre ne s'est pas inversée, suggérant que la part considérable de monnaie supplémentaire en

Graphique B Flux mensuels d'entrées et de sorties relatifs à la monnaie en circulation et aux dépôts à vue

(montants en milliards d'euros ; corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

circulation reflète largement la demande émanant des non-résidents. Une tendance similaire a été observée pour les dépôts à vue, lesquels ont été caractérisés par de fortes entrées en octobre, tandis que le haut niveau d'incertitude a incité les détenteurs de monnaie à conserver leurs fonds sous la forme de dépôts très liquides. À cet égard, les dépôts à vue ont été utilisés sur une base temporaire pour placer les fonds transférés d'autres types de dépôt ou issus de la vente de titres de créance à long terme et d'actions. Ces entrées se sont inversées en novembre, à la faveur de l'annonce des mesures gouvernementales visant à soutenir le système bancaire, marquant le retour de considérations relatives à la rémunération dans l'allocation des fonds. De nouvelles entrées ont été relevées en décembre, mais elles pourraient tout simplement signaler la volonté des détenteurs de monnaie – en particulier des intermédiaires financiers non monétaires autres que les sociétés d'assurance et les fonds de pension (Autres intermédiaires financiers – AIF) – de détenir des actifs liquides au tournant de l'année.

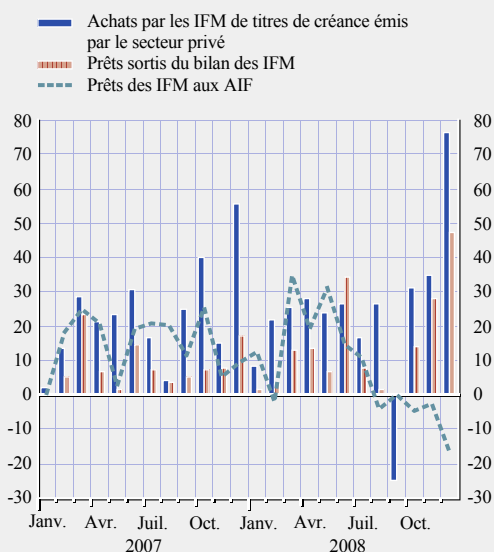
Effets visibles sur les contreparties de M3

S'agissant des contreparties de M3, la dynamique des créances sur le secteur privé n'a pas été substantiellement altérée par les tensions financières. Toutefois, des changements plus visibles ont été relevés au niveau désagrégé.

En particulier, le flux des prêts consentis aux AIF a été soutenu au cours de la première phase des tensions, traduisant le fait que les véhicules mis en place par les banques, classés comme AIF et confrontés à une réticence accrue des investisseurs pour les financer, ont tiré sur les lignes de crédit qui leur avaient été accordées par leurs banques sponsors (cf. graphique C). Il est demeuré élevé durant la plus grande partie de la deuxième phase de la crise. Toutefois, il est probable que cette évolution a de plus en plus reflété le besoin à court terme de financement et de volants

Graphique C Flux mensuels des prêts aux AIF, des titres de créance acquis par les IFM et des prêts sortis du bilan des IFM

(montants en milliards d'euros ; corrigés des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE

de liquidité de la part des fonds de placement. Alors que durant la première phase, les IFM ont financé leurs véhicules directement par le biais de prêts, ils l'ont fait lors de la deuxième phase en acquérant les titres de créance émis par ceux-ci. Ces achats ont de plus en plus pris la forme d'« opérations de titrisation retenue », dans le cadre desquelles les IFM ont vendu une partie de leur portefeuille de prêts à des fonds communs de créances et ont racheté les titres sous-jacents pour les utiliser comme garanties lors des opérations de l'Eurosysteme. Ils ont conduit à une réduction de la contribution des prêts à la croissance de l'ensemble des crédits consentis par les IFM et à une hausse correspondante de celle des titres de créance. Durant la troisième phase des tensions, les opérations de titrisation retenue ainsi que leur incidence sur le bilan des IFM sont devenues plus importantes, dans la mesure où les IFM ont mobilisé davantage de titres de créance pour obtenir des liquidités de l'Eurosysteme. Parallèlement, les prêts octroyés aux AIF

se sont contractés, reflétant une diminution de l'intermédiation dans le contexte du ralentissement de l'activité réelle.

Le grand nombre d'opérations de titrisation, surtout lors des deuxième et troisième phases des tensions, a aussi eu un effet sur la dynamique des prêts accordés au secteur privé (en particulier les prêts consentis aux ménages), dans la mesure où la sortie des prêts titrisés des bilans des IFM a réduit les flux nets de prêts jusqu'à 35 milliards d'euros par mois. Globalement, cette évolution laisse à penser que la moindre disponibilité du financement au secteur privé non financier a été plus marquée que ce ne fut le cas. En dépit du fléchissement du taux de croissance des prêts au secteur privé, la contribution de ces derniers à la variation des flux d'entrées et de sorties des actifs totaux des IFM a généralement été stable. La volatilité des flux des actifs des IFM est principalement attribuable aux actifs autres

que les prêts octroyés au secteur privé (cf. graphique D). Toutefois, une évolution différente est survenue au cours des deux derniers mois de l'année, lorsque des sorties des actifs détenus par les établissements de crédit ont été observées, tandis qu'en décembre, les flux des prêts au secteur privé ont été négatifs, même après avoir été corrigés des effets des opérations de titrisation. Cette évolution peut être imputable à l'accélération du mouvement de désendettement observé en fin d'année en vue d'« ajuster » les bilans.

Conclusion

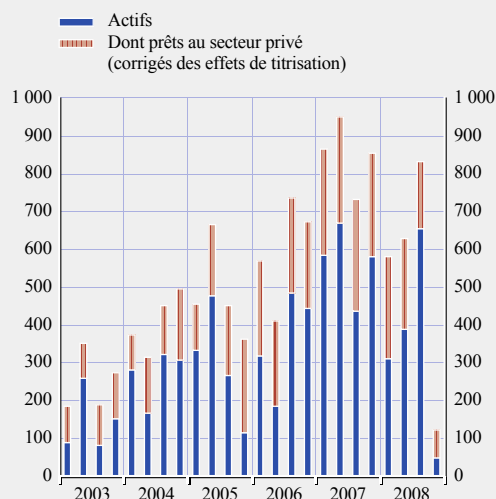
La période de tensions financières a engendré d'amples fluctuations à court terme de sous-composantes spécifiques des agrégats monétaire large et de crédit. Cette évolution a compliqué l'extraction des tendances sous-jacentes des évolutions monétaires qui sont pertinentes pour la conduite de la politique monétaire, tout en fournissant des indications importantes sur les conditions prévalant dans le secteur financier ainsi que sur l'accès du secteur non financier aux sources de financement.

L'INTENSIFICATION DES TENSIONS FINANCIÈRES À LA MI-SEPTEMBRE A AFFECTÉ LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

Les évolutions sur les marchés monétaires après la faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre ont entraîné des changements de comportement dans le secteur bancaire et détenteur de monnaie. Étant donné la possibilité que l'aggravation de la crise financière exerce une incidence sur les prix des actifs, sur la richesse,

Graphique D Actifs des établissements de crédit et prêts au secteur privé

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



sur les institutions financières et sur la confiance, le bilan des IFM sera probablement affecté de plusieurs manières, avec une intensité variable et des décalages différents. Cette intensification des tensions sur le marché monétaire pourrait, par exemple, conduire à des arbitrages de portefeuilles entre les actifs monétaires et non monétaires et entre les instruments monétaires individuels. L'incidence globale est dès lors difficile à anticiper.

Les données disponibles jusqu'en décembre 2008 donnent à penser que, lorsque les tensions financières se sont intensifiées, cela a entraîné des mouvements importants entre les différentes composantes de l'agrégat monétaire large. Par exemple, les flux vers les actifs inclus dans M1 ont nettement augmenté en septembre et octobre, reflétant une préférence accrue pour les actifs liquides sur fond d'incertitude financière (en ce compris l'incertitude relative à la santé du secteur bancaire), ce qui a entraîné un renversement de la tendance globale à la baisse de M1. Néanmoins, l'incidence globale sur M3 a été relativement mineure, particulièrement si l'on ne tient pas compte de la volatilité mensuelle. De plus, même si les banques ont dû recourir à différents mécanismes de financement (comme le reflètent leur émission et leurs détentions de titres de créance), il n'y a guère d'indication d'une rupture nette dans l'octroi de crédits bancaires après la mi-septembre, qui impliquerait l'assèchement des prêts au secteur privé non financier, même si les évolutions mensuelles se sont inscrites en recul depuis lors. Les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire indiquent toutefois un resserrement progressif des critères d'octroi de crédits.

L'ÉVOLUTION DES COMPOSANTES DE M3 A ÉTÉ PRINCIPALEMENT INFLUENCÉE PAR LE PROFIL APLATI DE LA COURBE DES RENDEMENTS

S'agissant des composantes, le taux de croissance annuel de M1 a continué de se modérer jusqu'au troisième trimestre 2008, s'établissant à 0,2 % en août, soit un niveau largement inférieur aux quelque 6 % enregistrés au quatrième trimestre 2007. Ce ralentissement a principalement résulté des évolutions des dépôts à vue, qui ont affiché un flux annuel négatif au troisième trimestre. Dans l'ensemble, la croissance de M1 a continué d'être influencée essentiellement par l'effet restrictif qu'a exercé l'augmentation du coût d'opportunité de la détention d'actifs inclus dans M1, associée aux hausses des taux d'intérêt observées depuis décembre 2005. Cet effet a sans doute été partiellement neutralisé par le désir de détenir des actifs inclus dans M1 en guise de tampon, dans le contexte des turbulences sur les marchés financiers. Toutefois, à partir de mi-septembre, la détention d'actifs inclus dans M1 a semblé s'amplifier quelque peu à la suite de l'aggravation des tensions financières (cf. encadré 2).

Encadré 2

ÉVOLUTIONS SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO DANS LE CONTEXTE DES TURBULENCES FINANCIÈRES

Les turbulences financières qui ont débuté en août 2007 se sont poursuivies en 2008, s'intensifiant même en automne. Elles ont posé des défis majeurs en ce qui concerne le fonctionnement du marché monétaire interbancaire et la gestion de la liquidité de l'Eurosystème. Le présent encadré décrit les évolutions observées sur les principaux segments des marchés monétaires de la zone euro en 2008, il établit un lien entre ces évolutions et les facteurs sous-jacents sur les marchés financiers internationaux et explique les décisions de l'Eurosystème relatives à la gestion de la liquidité en réponse à ces tensions.

Les origines de la crise

En août 2007, le système financier international est entré dans une période de perturbations importantes, provoquées essentiellement par l'incidence que l'augmentation du pourcentage des

défauts de paiement relatifs aux prêts hypothécaires à risque américains a exercée sur l'évaluation d'une large gamme de titres adossés à des créances hypothécaires. La complexité et l'opacité des titres structurés ainsi que l'absence, dans de nombreux cas, d'un prix de marché pour ces instruments ont rendu ces produits difficiles à valoriser, avec des implications négatives pour l'estimation des bilans globaux des banques. Plus précisément, les investisseurs se sont retirés des véhicules d'investissement structurés (*structured investment vehicles* – SIV) et de ceux basés sur des titres adossés à des actifs provenant de la titrisation de prêts hypothécaires à risque américains et sont devenus réticents à détenir ou à refinancer du papier commercial adossé à des actifs (*asset-backed commercial paper* – ABCP) émis par ces véhicules. Les banques ont dès lors été confrontées au risque de devoir procéder à la réintermédiation de tels SIV à leurs bilans et/ou de devoir fournir des fonds à des SIV et à des véhicules émettant des ABCP. Les banques étant de plus en plus préoccupées concernant leur liquidité et leur bilan, elles se sont montrées moins disposées à prêter des fonds à d'autres banques. La complexité et l'opacité de nombre de ces produits ont renforcé la réticence des banques à participer à des opérations interbancaires, à la fois parce qu'elles doutaient de la solvabilité de leurs contreparties potentielles et parce qu'elles n'étaient pas certaines de leur propre exposition (au niveau des fonds propres et de la liquidité) liée aux véhicules et aux SIV. Les banques ont dès lors stocké des liquidités. La liquidité s'est asséchée sur le marché interbancaire, compromettant en particulier le fonctionnement des marchés des dépôts en blanc à long terme (en raison des préoccupations des banques relatives à l'éventuelle exposition au risque de leurs contreparties), des marchés de pension privés, des marchés de papier commercial et des marchés des swaps de change.

Bien que des progrès importants aient été réalisés depuis lors dans l'identification et l'évaluation de l'exposition aux titres complexes qui sont au cœur des perturbations sur les marchés, l'incertitude subsiste quant aux pertes que les investisseurs et les institutions financières subiront en définitive au niveau international. Les marchés monétaires sont dès lors restés sous tension tout au long de 2007 et de 2008.

L'évolution de la crise en 2008

Pour l'analyse des évolutions sur les marchés monétaires en 2008, l'année peut être divisée en quatre grandes périodes: de janvier à février, de mars à juin, de juin à septembre et à partir de septembre. Les principaux événements, les réactions des marchés, ainsi que les mesures adoptées par la BCE seront décrits pour chacune de ces périodes.

La période de janvier à février 2008

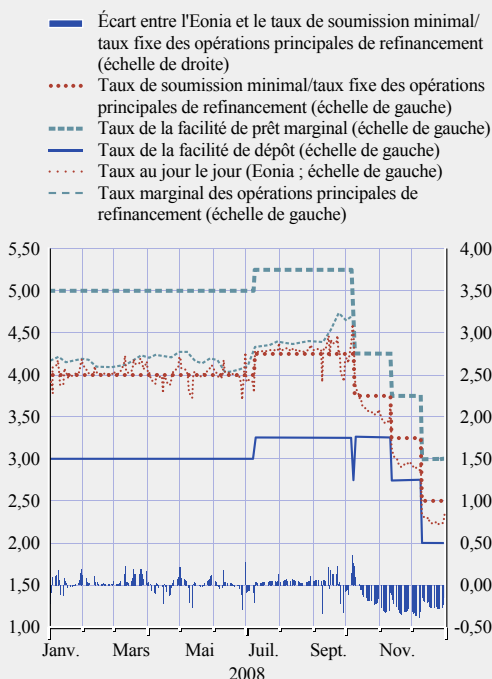
La première période couvre les deux premiers mois de 2008, durant lesquels aucun événement perturbateur important ne s'est produit sur les marchés monétaires de la zone euro. Néanmoins, les marchés monétaires en blanc sont demeurés volatils, les taux s'étant généralement inscrits en recul par rapport aux sommets qu'ils avaient atteints à la fin de 2007, au fur et à mesure que les effets liés à la fin de l'année s'estompaient (cf. graphique 9). Les taux des prêts garantis sont restés globalement stables, étant donné le maintien de l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Dès lors, l'écart entre les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc s'est globalement réduit (cf. graphique 10).

En 2008, la BCE a continué de mettre l'accent sur la séparation qu'elle maintient entre les décisions de politique monétaire et la gestion de la liquidité nécessaire pour garantir le bon fonctionnement

des marchés. Elle a poursuivi sa politique d'octroi de liquidités d'un montant supérieur au montant de référence lors de ses opérations principales de refinancement, tout en maintenant son objectif visant à atteindre une situation d'équilibre à la fin des périodes de constitution. De plus, la BCE a allongé l'échéance de ses opérations en augmentant les montants alloués lors des opérations de refinancement à plus long terme, au détriment des opérations principales de refinancement, en vue de lisser les conditions sur les marchés monétaires à terme ; elle a également effectué des opérations de réglage fin à la fin des périodes de constitution, dans le but de neutraliser les déséquilibres de liquidité. Dans l'ensemble, la BCE a pleinement fait usage de la flexibilité prévue dans son cadre de mise en œuvre. Le cadre de liquidité a été maintenu inchangé jusqu'en septembre. En conséquence, l'Eonia est resté assez proche du taux de soumission minimal au cours des opérations principales de refinancement, même s'il s'est montré assez volatil (cf. graphique A).

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE, Bloomberg et Reuters

La période de mars à juin 2008

La faillite, à la mi-mars, de Bear Stearns, une des plus grandes sociétés spécialisée dans la banque d'investissement, le négoce de titres et le courtage aux États-Unis, a entraîné une nouvelle période de tension sur les marchés, sur fond d'inquiétudes relatives à la poursuite des pertes bancaires, de détérioration de l'environnement macroéconomique et de hausse des prix pétroliers. Au cours de cette période, qui s'est prolongée jusqu'à la mi-juin environ, les taux des prêts interbancaires en blanc se sont inscrits en nette hausse, en particulier les taux à long terme. Cette évolution a partiellement reflété le regain de tension sur le marché monétaire, particulièrement pour les échéances plus longues, ainsi que des anticipations de marché à la hausse concernant l'évolution future des taux directeurs de la BCE, lesquelles étaient alors plus prononcées pour la période portant sur la dernière partie de 2008 et ont donc exercé un effet plus marqué sur les échéances à plus long terme. Les taux des prêts garantis sont demeurés globalement stables et, dès lors, l'écart entre les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc a de nouveau été essentiellement déterminé par le comportement des taux des prêts en blanc. Cette période a été marquée par une plus grande volatilité de l'Eonia et par un besoin accru des liquidités octroyées par l'Eurosystème, comme le suggèrent les taux marginaux plus élevés des opérations principales de refinancement. La poursuite des mesures de liquidité de l'Eurosystème a contribué à répondre dans une large mesure à ces besoins.

La période de juin à septembre 2008

Globalement, la période comprise entre mi-juin et mi-septembre 2008 a été une période de stabilité sur les marchés. Les nouveaux événements concernant la stabilité financière dans

d'autres grandes économies (tels que le rachat par le gouvernement américain des agences de refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac, le 7 septembre) n'ont pas entraîné d'agitation sur les marchés monétaires. Les marchés d'opérations en blanc, quoique toujours sous tension, se sont montrés plus stables, tandis qu'une légère hausse des taux d'intérêt a été observée sur les marchés des prêts garantis, parallèlement à la décision du Conseil des gouverneurs d'augmenter à 4,25 % le 3 juillet le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement. L'écart entre les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc à un horizon de trois mois s'est dès lors resserré, sans toutefois revenir aux niveaux peu élevés de janvier et février. L'Eonia a connu une période de faible volatilité de juillet à début septembre, au moment où les turbulences ont repris avant les événements de la mi-septembre.

La période à partir de septembre 2008

Une période plus perturbée a débuté à la mi-septembre, elle a considérablement affecté le comportement des marchés monétaires jusqu'à la fin de l'année. On a observé un regain de tension qui a atteint des niveaux sans précédent à la mi-septembre, lorsqu'en l'espace de quelques jours, les marchés ont été confrontés à la vente de Merrill Lynch et à la faillite de Lehman Brothers (deux des quatre banques d'investissement internationales subsistantes), à la fourniture de liquidités d'urgence par le gouvernement américain à AIG, la plus grande compagnie d'assurances américaine et à la saisie par les autorités de régulation fédérales de Washington Mutual, la plus importante caisse d'épargne aux États-Unis. En octobre, des effets de contagion ont été ressentis plus largement dans la zone euro, tandis que les marchés monétaires ont subi de nouvelles tensions résultant d'une correction importante sur les marchés boursiers, sur fond de détérioration de l'environnement macroéconomique.

Les tensions sur le marché se sont considérablement intensifiées et les primes de risques de crédit ont grimpé à des niveaux jamais atteints durant la période de turbulences financières. Les taux des prêts interbancaires en blanc, en particulier pour les échéances courtes, se sont inscrits en nette hausse après la faillite de Lehman Brothers, celle-ci ayant provoqué des effets en cascade dans le système bancaire de la zone euro. Après s'être réduite durant toute la période comprise entre mars et septembre, la volatilité implicite induite des options sur les contrats à terme sur Euribor à trois mois a spectaculairement augmenté à la mi-septembre et a atteint des niveaux sans précédent en octobre (cf. graphique B).

Graphique B Volatilité implicite induite des options sur les contrats Euribor à trois mois d'échéance mars 2009

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



Sources : Bloomberg, Reuters et calculs de la BCE

Note : La mesure en points de base est obtenue en calculant le produit de la volatilité implicite en pourcentage et du taux d'intérêt correspondant (cf. également l'encadré intitulé *Mesures de la volatilité implicite induite des options sur les contrats à terme de taux courts* du *Bulletin mensuel* de la BCE de mai 2002).

L'Eurosystème a réagi de manière rapide et déterminée face à la nouvelle aggravation sensible de la crise. Le Conseil des gouverneurs a apporté plusieurs modifications temporaires au cadre de mise en œuvre de la liquidité, visant en particulier à renforcer sa fonction d'intermédiation et à rassurer les marchés sur les risques de liquidité. Le 8 octobre, l'Eurosystème a pris la décision exceptionnelle de passer temporairement pour les opérations principales de refinancement à un système d'adjudication à taux fixe, à savoir le taux principal de refinancement, tout en servant l'intégralité des soumissions et de réduire le corridor constitué par les facilités permanentes de part et d'autre du taux des opérations principales de refinancement de 200 à 100 points de base (cette décision a été annulée le 18 décembre, avec effet à dater du 21 janvier 2009). Le 15 octobre, l'Eurosystème a en outre décidé d'accorder davantage de refinancement à plus long terme jusqu'au premier trimestre 2009 et d'élargir son cadre de garanties. Dans le même temps, les gouvernements de l'ensemble de la zone euro ont coordonné leurs efforts en vue de soutenir la solvabilité des banques.

En conséquence, depuis octobre 2008, les taux des prêts interbancaires en blanc ont affiché un nouveau recul, revenant à des niveaux inférieurs à ceux observés plus tôt dans l'année. Ce mouvement a été renforcé par les anticipations des marchés relatives à de nouvelles baisses des taux directeurs de la BCE au cours des prochains mois. La volatilité implicite induite des options sur les contrats à terme sur Euribor à trois mois a également eu tendance à se réduire, même si elle est restée à des niveaux nettement supérieurs à ceux enregistrés avant le mois de septembre.

L'écart entre les taux des prêts interbancaires à trois mois garantis et en blanc a connu une hausse spectaculaire et sans précédent durant les semaines qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers. Au cours de cette période, les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc ont évolué dans des directions différentes, les taux garantis s'affichant en net recul dans l'attente de nouvelles réductions des taux directeurs. Cette baisse sensible des taux garantis s'est poursuivie de fin octobre jusqu'à la fin de l'année, parallèlement à des réductions des taux directeurs de la BCE et à des anticipations des marchés relatives à de nouvelles baisses de taux. Le fait que des reculs ont été enregistrés à la fois pour les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc depuis fin octobre a maintenu l'écart entre ceux-ci à des niveaux assez élevés et volatils.

Enfin, s'agissant des taux à très courte échéance, les turbulences observées durant la période comprise entre septembre et octobre ont spectaculairement accru la demande de liquidité des banques, comme le fait apparaître l'écart considérable qui est apparu entre le taux marginal et le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement. En conséquence, l'Eurosystème a fourni un volume de liquidité plus important, ce qui a eu tendance à amener le taux Eonia sous le taux des opérations principales de refinancement. Avant l'introduction du nouveau cadre, ce mouvement s'inversait à la fin de chaque période de constitution. Néanmoins, depuis que les modifications au cadre ont été apportées à la mi-octobre et en novembre, l'Eonia est généralement resté à des niveaux inférieurs au taux fixe des opérations principales de refinancement, parallèlement à la fourniture de liquidités abondantes sur les marchés.

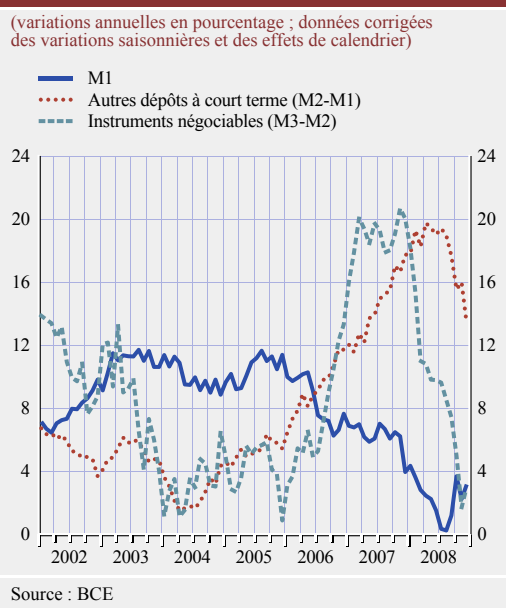
Globalement, les marchés monétaires de la zone euro ont été relativement volatils en 2008 et ont été confrontés à des défis importants. En particulier au quatrième trimestre de l'année, les tensions sur les marchés financiers se sont considérablement accentuées par rapport à 2007, plusieurs chocs négatifs ayant affecté les systèmes bancaire et financier. Dans le même temps, la conjoncture macroéconomique n'ayant cessé de se dégrader, elle a considérablement pesé sur les

marchés financiers déjà fragilisés. Dès lors, les tensions sur les marchés monétaires au quatrième trimestre 2008 ont été nettement plus prononcées et ont exercé un effet plus durable sur les taux du marché monétaire. Néanmoins, l'Eurosystème a intensifié ses efforts visant à garantir l'accès des intervenants de marché à la liquidité. Ces efforts, conjugués à des mesures émanant des pouvoirs publics, ont contribué à prévenir une nouvelle détérioration dans le secteur bancaire. Dans ce cadre, la BCE a pleinement fait usage, durant toute l'année, de la flexibilité prévue dans son cadre de mise en œuvre. Dans ses communications, elle a continué à souligner l'importance de séparer les décisions de politique monétaire de la mise en œuvre de la politique de liquidité, en vue de garantir le bon fonctionnement des marchés. La politique monétaire a été centrée sur l'objectif de stabilité des prix, tandis que les mesures de gestion de la liquidité ont visé à soutenir la continuité et le bon fonctionnement des marchés monétaires.

En 2008, les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (c'est-à-dire M2-M1) sont restés la composante la plus dynamique de M3. Cependant, après une progression notable, qui a été observée à partir de la mi-2004 et qui s'est poursuivie – quoique de manière plus modérée – au premier semestre 2008, le taux de croissance annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue a reculé au second semestre, revenant à 13,3 % en décembre 2008 (cf. graphique 5). La contribution de ces dépôts à la croissance annuelle de M3 a continué de s'accroître en 2008, atteignant 7,4 points de pourcentage au troisième trimestre et

neutralisant partiellement les reculs observés pour les autres composantes de M3. Ce mouvement s'est toutefois ralenti au quatrième trimestre, parallèlement à la contraction du taux de croissance. Cette progression vigoureuse masque néanmoins des évolutions divergentes selon les différentes sous-composantes. Les flux importants vers les dépôts à court terme (c'est-à-dire les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans), qui ont augmenté à un rythme annuel de quelque 40 % en 2008, sont allés de pair avec un recul constant des avoirs en dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, lesquels se sont repliés en moyenne de plus de 2 % au cours de l'année.

Graphique 5 Principales composantes de M3



Jusqu'au quatrième trimestre de l'année, la rémunération des dépôts à court terme a globalement suivi la hausse des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire. L'écart vis-à-vis de la rémunération des dépôts d'épargne à court terme et des dépôts à vue s'est donc creusé, la rémunération de ces dépôts ayant en général progressé plus lentement et plus modestement (cf. graphique 6). Cette situation a favorisé les arbitrages au sein de M3, au détriment de M1 et des dépôts d'épargne, en faveur des dépôts à terme. Dans le même temps, la courbe des rendements étant relativement aplatie, les dépôts à court terme offrent un taux de rémunération similaire à celui des actifs à plus long terme. Étant donné que les actifs à plus long terme sont moins liquides et que leur détention est généralement un peu plus risquée, une courbe des rendements plate tend à rendre plus attrayants les arbitrages en faveur des

actifs monétaires et au détriment des actifs non inclus dans M3. L'intensification des tensions financières au quatrième trimestre de l'année a renforcé l'attrait des dépôts à terme, les banques ayant consenti des efforts supplémentaires pour attirer de tels dépôts à un moment où il était difficile d'obtenir du financement sur les marchés monétaires de gros et où les garanties des dépôts bancaires avaient été relevées.

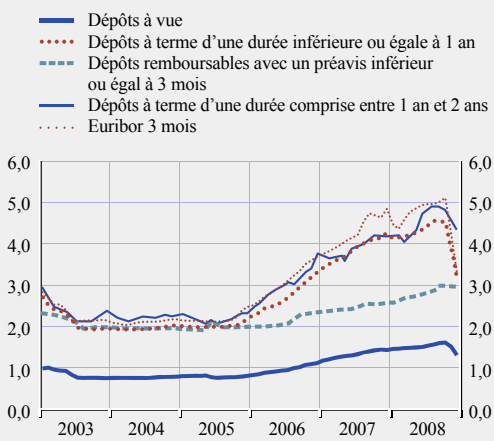
Après s'être inscrit en nette hausse en 2007, le taux de croissance annuel des instruments négociables (c'est-à-dire M3-M2) a sensiblement diminué au cours de 2008. Il a atteint un plancher de 1,7 % en novembre, puis s'est légèrement redressé pour s'établir à 3 % en décembre 2008, très au-dessous des 20 % de décembre 2007. Les évolutions de ces instruments ont principalement résulté des reculs prononcés des taux de croissance annuels des actions ou parts d'OPCVM monétaires et des titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans. La contribution des instruments négociables à la croissance annuelle de M3 a dès lors régressé, atteignant 0,6 point de pourcentage au quatrième trimestre 2008, par rapport à 2,7 points de pourcentage au quatrième trimestre 2007.

LA CROISSANCE DES AVOIRS MONÉTAIRES DES MÉNAGES EST DEMEURÉE SOUTENUE

L'agrégat le plus large des composantes de M3 pour lequel des informations fiables sont disponibles par secteur détenteur est celui des dépôts à court terme et opérations de pension (ci-après dénommés « dépôts inclus dans M3 »). Le taux de croissance annuel des dépôts des ménages inclus dans M3 a atteint 8,8 % en décembre 2008 (cf. graphique 7), contribuant ainsi le plus à l'accroissement de l'agrégat « dépôts inclus dans M3 ». La tendance haussière affichée par le taux de croissance des dépôts des ménages inclus dans M3 depuis mi-2004 s'est donc poursuivie en 2008, en dépit d'indices indiquant une stabilisation, parallèlement au ralentissement de l'activité économique. La poursuite de la forte croissance des dépôts des ménages inclus dans M3 – la composante sectorielle qui recueille la majeure partie des dépôts bancaires traditionnels, c'est-à-dire ceux qui sont le moins affectés par les innovations financières – corrobore la thèse selon laquelle la croissance sous-jacente de l'agrégat monétaire large est restée soutenue fin 2008.

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

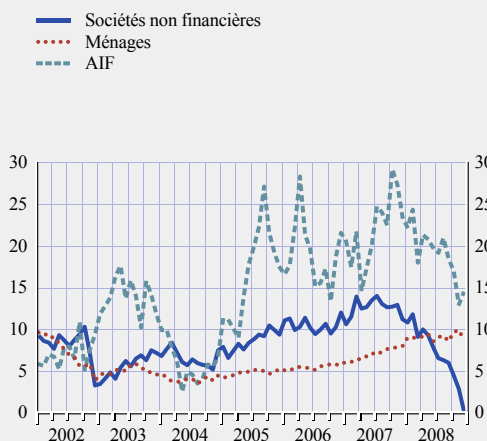
(en pourcentage annuel)



Source : BCE

Graphique 7 Ventilation sectorielle des dépôts

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



Source : BCE

Note : Le secteur déclarant englobe les IFM à l'exclusion de l'Eurosystème et des administrations centrales.

En revanche, après s'être stabilisé à la mi-2007 et avoir légèrement reculé au second semestre de l'année, le taux de croissance annuel des dépôts inclus dans M3 détenus par les sociétés non financières a encore diminué au cours de 2008, s'établissant à 0,3 % en décembre, bien au-dessous des 11,3 % enregistrés à la fin de 2007. Ceci reflète sans doute une nette détérioration des flux de revenus des sociétés non financières, compte tenu de la nature cyclique de la demande de monnaie de ce secteur. Cela peut également indiquer que les sociétés non financières utilisent leurs flux de revenus pour compenser le ralentissement de la croissance des prêts. De la même manière, le taux de croissance des dépôts inclus dans M3 détenus par les AIF a été très volatil au cours de l'année et a reculé de plus de 5 points de pourcentage en 2008, s'établissant à 17,5 % sur une base annuelle en décembre. Le taux de croissance annuel des dépôts des AIF inclus dans M3 est toutefois resté sensiblement plus élevé que celui d'autres secteurs. Cela a probablement reflété le fait que, dans l'environnement financier actuel, les fonds de placement avaient besoin de maintenir des volants de liquidité en vue de faire face à des remboursements éventuels. Ces volants ont sans doute aussi été alimentés par des crédits consentis par leurs banques sponsors.

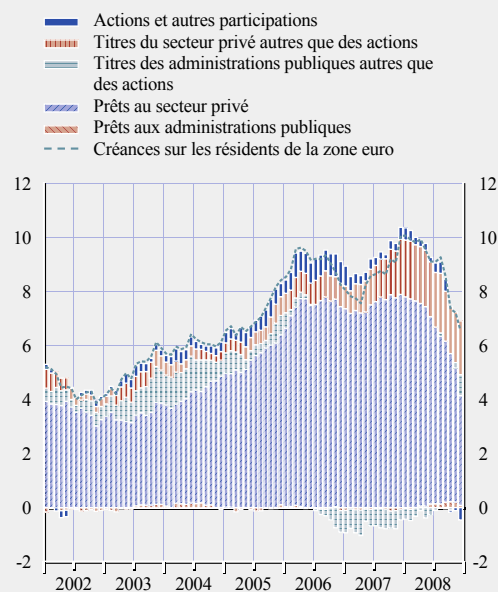
LA CROISSANCE DES CRÉANCES SUR LE SECTEUR PRIVÉ S'EST RALENTIE

Après avoir progressé en 2007, le taux de croissance annuel des concours des IFM aux résidents de la zone euro a reculé en 2008, revenant de 10,1 % en décembre 2007 à 6,5 % 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 est devenu positif. Les taux de croissance annualisés à trois mois, qui constituent un indicateur des évolutions à court terme, ont affiché une baisse plus sensible, revenant de 12 % en décembre 2007 à 6,9 % en septembre 2008 et 3,9 % en décembre 2008.

Notamment les prêts consentis par les IFM aux administrations publiques ont légèrement

Graphique 8 Créances sur les résidents de la zone euro

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



Source : BCE

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

augmenté, en particulier au second semestre de l'année. Si le montant des titres de créance des administrations publiques détenus dans les portefeuilles des IFM s'est réduit au début de l'année, il s'est inscrit en nette hausse au dernier trimestre. À cet égard, il convient également de noter qu'une certaine volatilité a été perceptible vers la fin de l'année, puisqu'on a observé, en septembre et octobre, une contraction des avoirs des IFM en titres publics. Celle-ci est liée aux mouvements d'effet de levier inversé caractérisant les établissements de crédit, compte tenu de la liquidité des marchés des emprunts publics et de l'évolution favorable des prix. Ce recul peut être considéré comme une indication du fait que les établissements de crédit ont utilisé leurs actifs plus liquides comme tampon pour absorber les pressions sur leurs fonds propres et sur leur financement, en vue de protéger leur métier de base, à savoir l'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages, lequel est axé sur la relation avec les clients. Les données de novembre et décembre font en

revanche apparaît une hausse substantielle des avoirs en titres publics.

Le taux de croissance annuel des concours des IFM au secteur privé est resté vigoureux début 2008, poursuivant la tendance observée en 2007, avant de se réduire au second semestre. En dépit d'un tassement notable, les prêts consentis au secteur privé sont restés la principale forme de concours accordés par les IFM en 2008, même si la contribution des achats par les IFM de titres autres que des actions a légèrement progressé. Cette contribution accrue a largement reflété les achats par les IFM de titres émis par des AIF dans le contexte des activités de titrisation.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé, la principale composante des crédits au secteur privé, est revenu à 7,3 % au quatrième trimestre 2008 et à 5,8 % en décembre, après avoir oscillé autour de 11 % au début de l'année. Cette contraction était conforme à l'incidence attendue des augmentations des taux débiteurs bancaires depuis la fin de 2005, à la correction en cours sur le marché immobilier résidentiel, au durcissement des critères d'octroi de crédits au cours de l'année et, plus généralement, à l'évolution de l'activité économique. Le taux de croissance annualisé à trois mois s'est inscrit en net recul à la fin de 2008, revenant de 6,8 % en septembre à 2,7 % en décembre, compte tenu de l'effet de la titrisation.

Le ralentissement global des concours au secteur privé a concerné plusieurs secteurs détenteurs de monnaie, même si le niveau des ajustements a varié d'un secteur à l'autre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a sensiblement régressé, poursuivant la tendance observée en 2007, tandis que celui des prêts aux sociétés non financières et aux intermédiaires financiers non monétaires a affiché un recul plus modéré. En fait, la dynamique des prêts aux sociétés non financières et aux intermédiaires financiers non monétaires, observée fin 2007, s'est poursuivie au premier trimestre 2008, étant donné que la contraction du taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières n'a

pas été enregistrée avant le deuxième trimestre de l'année.

La modération du taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'explique essentiellement par le recul de celui des prêts aux logements, qui a reflété le ralentissement en cours de la dynamique du marché immobilier résidentiel dans plusieurs économies de la zone euro, ainsi que le durcissement des conditions de financement et l'incidence des hausses antérieures des taux d'intérêt et la détérioration des perspectives économiques. Dans le même temps, l'activité de titrisation a continué de biaiser dans une certaine mesure la croissance des prêts. En fait, l'incidence sur les flux annuels des activités de titrisation assorties d'une cession parfaite a réduit le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé d'environ 1,7 point de pourcentage en décembre (légèrement au-dessus de la moyenne annuelle). La nature de ces activités de titrisation a toutefois été différente de celle observée avant le déclenchement des turbulences financières, puisque les IFM conservaient les actifs titrisés dans leur propre bilan, pour les présenter à titre de garanties lors des opérations de l'Eurosystème. Néanmoins, même si l'on tient compte de cet ajustement, la croissance des prêts s'est sensiblement ralentie au cours de l'année.

Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières a diminué en 2008, tout en demeurant historiquement élevé. La demande de prêts émanant de ces sociétés est restée vigoureuse au premier semestre de l'année, même si l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire a fait apparaître un léger ralentissement. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a commencé à se tasser au second semestre 2008, tout en restant robuste. Plusieurs facteurs sont sans doute à l'origine du dynamisme actuel de ces prêts. Tout d'abord, le fait que les prêts à plus longue échéance constituent la composante la plus résistante peut indiquer qu'une certaine préalimentation en crédits s'est produite en prévision d'une détérioration future de la disponibilité des

crédits. Cela peut également refléter un arbitrage au détriment des titres de créance et en faveur des prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières. Les données relatives au quatrième trimestre 2008 indiquent un nouveau tassement de la dynamique à court terme des prêts aux sociétés non financières, lequel est conforme à l'environnement cyclique et au durcissement des conditions de financement, même si l'on ne peut exclure la possibilité que des facteurs au niveau de l'offre aient également joué un rôle.

En conclusion, l'évolution des prêts en 2008 semble avoir reflété un flux vigoureux, quoique en recul, des crédits octroyés par les banques aux sociétés non financières et aux ménages ; peu d'éléments indiquent en effet que l'accès de ces secteurs aux crédits bancaires a été sérieusement affecté, même après l'aggravation des tensions financières à la mi-septembre. Un tassement important de la progression de l'octroi de crédits aux sociétés a toutefois été observé à la fin de l'année. De plus, les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire font apparaître un durcissement significatif des critères d'octroi de crédits.

Parmi les autres contreparties de M3, le taux de croissance annuel des engagements financiers à plus long terme des IFM (hors capital et réserves) aux mains du secteur détenteur de monnaie s'est nettement ralenti, s'établissant à 1 % au quatrième trimestre 2008 et à -0,1 % en décembre, après avoir atteint 8,5 % fin 2007. Les évolutions sont particulièrement pertinentes dans le cas de deux sous-composantes, à savoir les dépôts à plus long terme et les titres de créance des IFM. Le tassement du taux de croissance de la détention de dépôts à plus long terme reflète sans doute un arbitrage en faveur des échéances plus courtes, compte tenu du profil de la courbe des rendements et de l'aggravation des tensions financières, tandis que l'évolution des titres de créance à long terme émis par les IFM dénote la difficulté d'obtenir du financement par le biais de cette source.

La position créditrice nette du secteur des IFM a affiché deux tendances différentes au cours

de 2008. D'importantes sorties de capitaux ont été observées au premier semestre de l'année, atteignant en moyenne plus de 30 milliards d'euros par mois. Elles ont été suivies par des entrées de capitaux plus limitées au second semestre. Les sorties de capitaux ont probablement résulté, dans une large mesure, des cessions par les non-résidents de la zone euro d'actifs de la zone euro (c'est-à-dire des arbitrages au détriment des actifs de la zone euro), tandis que les entrées de capitaux reflètent le recul plus marqué des engagements extérieurs par rapport aux créances sur les non-résidents. En conséquence, le flux annuel de la position créditrice nette du secteur des IFM au cours de 2007 s'est transformé en une position débitrice début 2008. Ces sorties de capitaux ont atteint un pic de près de 300 milliards d'euros en juillet, avant de se réduire par la suite. La poursuite de ces sorties de capitaux reflète probablement le processus de rééquilibrage actuel des portefeuilles internationaux, en particulier sous l'effet de la détérioration des perspectives économiques dans la zone euro et de la nécessité d'obtenir des liquidités. La présentation monétaire de la balance des paiements montre que le flux annuel de la position débitrice nette des IFM reflète essentiellement la contraction des investissements nets de portefeuille en actions.

LES TENSIONS SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE SE SONT INTENSIFIÉES DANS LE CONTEXTE DE LA CRISE DES MARCHÉS FINANCIERS

Les marchés monétaires de la zone euro ont continué à subir des tensions importantes tout au long de 2008, à la suite du déclenchement de la crise financière internationale en août 2007. Le volume d'activité sur le marché interbancaire est resté très modeste, particulièrement pour les échéances plus longues et les écarts entre les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc sont restés très élevés au regard des évolutions passées.

Les taux du marché monétaire en blanc ont augmenté pour toutes les échéances entre janvier et début octobre, avant de se replier nettement par la suite. Après s'être établi à un niveau proche de 4 % en janvier 2008, le taux Europo à

trois mois a atteint un pic d'environ 4,35 % entre fin juillet et début août et est resté à ce niveau jusqu'à mi-septembre. Il s'est ensuite inscrit en recul, s'établissant à quelque 0,94 % fin février 2009. Cette évolution a essentiellement reflété les mouvements des taux directeurs de la BCE et les anticipations de marché relatives à ces taux (cf. la section 1 du chapitre 1).

Outre les évolutions des taux directeurs, les variations tant de l'intensité des tensions en cours sur les marchés financiers que de l'incidence de celles-ci sur les primes de crédit et de liquidité ont également joué un rôle important dans la détermination des taux du marché monétaire en blanc (cf. l'encadré 2). En particulier, le taux Euribor à trois mois est passé d'un plancher de 4,29 % le 29 janvier à une pointe de 5,39 % le 9 octobre. Cette hausse a été particulièrement

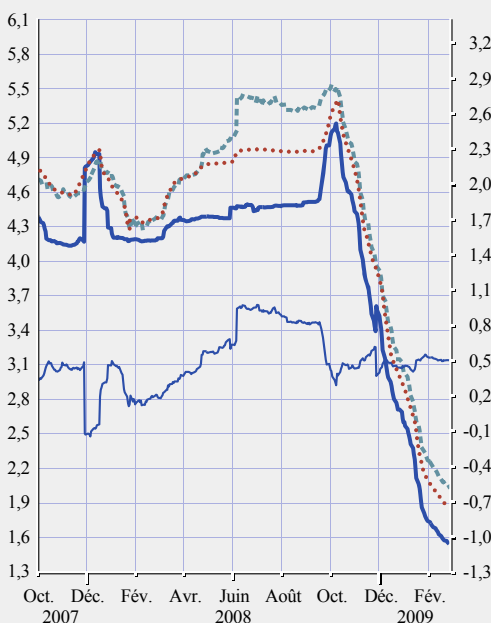
prononcée après la faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre (cf. graphique 9). Le taux Euribor à trois mois s'est ensuite replié à 2,89 % fin 2008, en raison non seulement d'anticipations de réductions des taux directeurs mais aussi d'annonces par les États membres de mesures gouvernementales de soutien aux institutions financières. Fin février 2009, le taux Euribor à trois mois a atteint 1,83 %.

La pente de la courbe des rendements du marché monétaire, mesurée par l'écart entre les taux Euribor à douze mois et à un mois, a affiché une certaine volatilité dans le courant de 2008 : cet écart est en effet passé d'un plancher de 12 points de base fin janvier 2008 à un pic de 97 points de base en juin, avant de se replier et de se stabiliser aux alentours de 50 points de base fin février 2009.

Graphique 9 Taux des prêts interbancaires en blanc

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

- Euribor 1 mois (échelle de gauche)
- ... Euribor 3 mois (échelle de gauche)
- - - Euribor 12 mois (échelle de gauche)
- Écart entre l'Euribor 12 mois et l'Euribor 1 mois (échelle de droite)

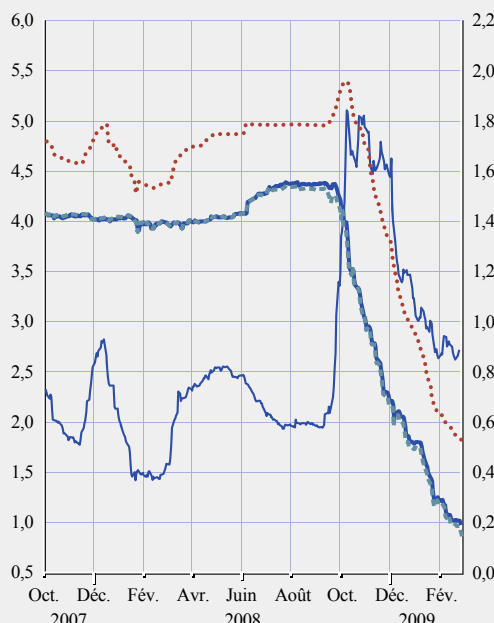


Sources : BCE et Reuters

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

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)

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



Sources : BCE, Bloomberg et Reuters

Les écarts entre les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc ont également été très volatils en 2008, même s'ils sont restés historiquement élevés et ont dépassé les niveaux observés au second semestre 2007 durant les premières phases des turbulences financières. L'écart entre les taux Euribor et Eurepo à trois mois est passé de quelque 40 points de base mi-janvier 2008 à quelque 70 points de base en mars à la suite du rachat de Bear Stearns par JP Morgan Chase. Il a atteint un sommet de 184 points de base début octobre, avant de se réduire à quelque 90 points de base fin février 2009 (cf. graphique 10).

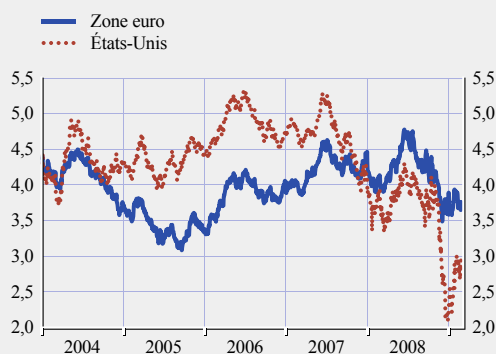
La volatilité implicite induite des options sur les contrats à terme Euribor à trois mois a également fortement fluctué en 2008, reflétant la volatilité des conditions sur le marché monétaire, ainsi que l'incertitude relative aux perspectives macroéconomiques et partant à l'orientation de la politique monétaire. En raison des vives incertitudes qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers, cette mesure de la volatilité des taux d'intérêt (c'est-à-dire la volatilité implicite induite des options sur les contrats à terme Euribor à trois mois d'échéance mars 2009) a atteint un sommet le 10 octobre.

RECUL DES RENDEMENTS DES EMPRUNTS PUBLICS DANS UN CONTEXTE DE VOLATILITÉ ÉLEVÉE EN 2008

En 2008, les marchés obligataires tant dans la zone euro que dans le reste du monde ont été caractérisés par des fluctuations prononcées des rendements, essentiellement liées aux conséquences directes et indirectes de l'aggravation de la crise financière. Dans un contexte de volatilité élevée au jour le jour, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro et des États-Unis se sont globalement inscrits en net recul en 2008, ce qui reflète largement les préférences actuelles des investisseurs pour des titres très liquides et sûrs, les réductions importantes des taux directeurs et enfin les nettes révisions à la baisse des anticipations de marché relatives à l'activité économique et à l'inflation. La profonde incertitude quant à l'incidence

Graphique 11 Rendements des emprunts publics à long terme

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : Bloomberg, EuroMTS, Reuters et BCE

Note : Avant janvier 2007, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro sont ceux des emprunts à 10 ans ou ceux dont l'échéance s'en rapproche le plus. À compter de janvier 2007, le rendement des emprunts à 10 ans de la zone euro est représenté par la courbe des taux au pair à 10 ans tirée des obligations d'État de la zone euro notées AAA.

effective de la crise financière sur l'évolution future de l'économie mondiale, ainsi que les réactions de politique monétaire qui en ont résulté se sont reflétées dans la forte volatilité, tant effective qu'attendue, des marchés obligataires, l'incertitude des investisseurs s'étant particulièrement exacerbée vers la fin de l'année, dans le contexte de l'aggravation des perturbations financières après la faillite de Lehman Brothers. De plus, les écarts entre les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro et ceux des emprunts publics allemands à long terme ont continué de s'accroître en 2008, reflétant des différences de risques de crédit et de primes de liquidité (pour de plus amples détails, cf. l'encadré 6). À la fin de 2008, les rendements obligataires à dix ans de la zone euro et des États-Unis atteignaient respectivement quelque 3,6 % et 2,2 %, soit 75 et 184 points de base de moins qu'à la fin de 2007 (cf. graphique 11).

Les événements liés à la crise financière actuelle, sa nouvelle aggravation depuis septembre 2008 et son incidence sur l'économie réelle expliquent, au moins en partie, les évolutions sur les principaux marchés obligataires. Tout au long de 2008, de nombreux événements ont bouleversé

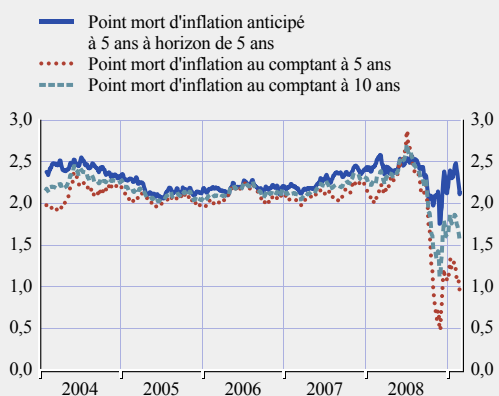
le paysage financier, lequel a été profondément restructuré. En conséquence, les pouvoirs publics tant aux États-Unis que dans la zone euro ont annoncé une série de mesures visant à consolider le système financier, à renforcer la confiance des consommateurs, à soutenir l'activité économique et à garantir la disponibilité des crédits pour les ménages et les sociétés. Aux États-Unis, le modèle de la banque d'investissement « *stand alone* » a disparu à dater du rachat de Bear Stearns par JP Morgan au mois de mars. La crise financière s'est intensifiée à la fin de l'été et en automne, au moment où, notamment, les agences de refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac ont été rachetées par le gouvernement américain, où Lehman Brothers est tombé en faillite et où la Réserve fédérale a accordé un crédit extraordinaire au groupe d'assurance AIG en échange d'une participation de 80 %. À la fin du mois de septembre, des remous financiers importants se sont propagés à la zone euro également, mettant plusieurs institutions financières sous tension. En conséquence, un certain nombre d'interventions visant à soutenir le système bancaire ont été effectuées dans la zone euro. Comme annoncé dans la déclaration relative au plan d'action européen concerté des pays de la zone euro, lors du sommet du 12 octobre, ces interventions visaient à « coordonner les efforts nationaux de soutien aux banques, à protéger les déposants et à accroître les flux de crédit. Dans le cadre de ce plan, les pouvoirs publics nationaux pourraient recapitaliser des banques afin de renforcer leur situation financière et de garantir temporairement leur refinancement en vue d'atténuer le rationnement du crédit ». Dans ce contexte et face à la détérioration des perspectives macroéconomiques, tant la Réserve fédérale que la BCE ont pris plusieurs initiatives visant à accroître leurs facilités de liquidité et à soutenir les marchés financiers. En outre, les deux banques centrales ont réduit à plusieurs reprises leurs taux directeurs, influençant ainsi les rendements obligataires. En particulier le 16 décembre 2008, l'intervention de la Réserve fédérale a culminé avec la réduction des taux directeurs à un plancher historique. Le taux cible des fonds fédéraux a été maintenu dans

une fourchette comprise entre 0 et 0,25 %, plutôt qu'à un niveau déterminé. De plus, la Réserve fédérale a notamment annoncé la possibilité d'acquiescer des titres du Trésor à plus long terme, ce qui pourrait également avoir contribué à faire baisser les rendements obligataires.

Dans ce contexte, les rendements publics à long terme des deux côtés de l'Atlantique ont poursuivi, jusqu'au début du printemps 2008, leur tendance à la baisse entamée à la mi-2007, lorsque les inquiétudes relatives à la situation du marché hypothécaire américain avaient commencé à s'amplifier. Cet épisode a entraîné un fléchissement marqué de l'appétence pour le risque, qui a conduit à des réaménagements de portefeuilles au détriment des actions et autres actifs risqués et en faveur des obligations souveraines, et, en conséquence, à un recul des rendements. Les rendements obligataires à dix ans ont augmenté entre le printemps et la fin de l'été et se sont ensuite inscrits en net recul. Si la progression des rendements est imputable aux perceptions de risques inflationnistes accrues au niveau international, sous l'effet de fortes pressions à la hausse sur les cours des matières premières et sur les prix des produits alimentaires, le recul qui s'en est suivi peut s'expliquer par des épisodes de report vers les valeurs sûres et de fuite vers la liquidité, dans le contexte d'une recrudescence des préoccupations relatives au secteur financier et, plus particulièrement, d'une nouvelle aggravation des perturbations financières. De plus, des données macroéconomiques disponibles en automne et indiquant un ralentissement marqué de la croissance mondiale ainsi qu'une modification de la perception des risques d'inflation, lesquels ont été revus à la baisse, ont sans doute contribué à ce recul des rendements obligataires. Il n'est pas surprenant que le fléchissement de ces rendements ait été plus prononcé aux États-Unis, où la crise financière s'était amplifiée, que dans la zone euro. De façon plus générale, les emprunts publics américains ont également été considérés en moyenne comme plus liquides que les emprunts publics de la zone euro, ce qui a aussi contribué à un nouveau recul des rendements obligataires aux États-Unis.

Graphique 12 Points morts d'inflation calculés à partir des obligations zéro coupon dans la zone euro

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



Sources : Reuters et calculs de la BCE

Dans la zone euro, les rendements obligataires réels ont oscillé autour de 2 % depuis le début de l'année jusqu'à la mi-septembre environ. Ils ont ensuite progressé jusqu'en fin octobre. Après avoir atteint un sommet de quelque 3 % en octobre, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans s'est inscrit en baisse, s'établissant juste au-dessous de 2 % à la fin de l'année. Si les rendements réels ont progressé en septembre et octobre en raison de la faible liquidité et de facteurs techniques ayant provoqué des perturbations sur le marché obligataire indexé sur l'inflation, la tendance s'est ensuite inversée sur fond d'inquiétudes relatives aux perspectives macroéconomiques.

Au cours de 2008, l'évolution du point mort d'inflation à cinq ans dans cinq ans, qui mesure les anticipations d'inflation à long terme des intervenants de marché et les primes de risque qui y sont liées, a également été influencée par les développements sur les marchés financiers et par les perspectives macroéconomiques. Cette mesure des anticipations d'inflation à long terme des intervenants de marché et des primes de risque qui y sont liées a progressé dans la zone euro, pour s'établir à quelque 2,5 % jusqu'en été, reflétant les pressions accrues sur les cours des matières premières et sur les prix des produits alimentaires. Ce taux a ensuite sensiblement

diminué en automne (cf. graphique 12), pour atteindre quelque 2 % fin 2008. Tant le recul des anticipations d'inflation dans le contexte du fléchissement des perspectives économiques que des facteurs techniques ayant faussé la fixation (ou formation) du prix relatif des obligations nominales conventionnelles par rapport aux obligations indexées sur l'inflation, généralement beaucoup moins liquides, ont contribué à ce recul. C'est pourquoi l'interprétation des points morts d'inflation en tant qu'indicateurs des anticipations d'inflation des intervenants de marché et des primes de risque qui y sont liées a été sérieusement perturbée par des facteurs spécifiques du marché, en particulier depuis l'aggravation de la crise financière en septembre.

La perception par les intervenants de marché de l'incertitude sur les marchés des emprunts publics dans la zone euro et aux États-Unis, telle qu'elle est mesurée par la volatilité implicite, a affiché une progression constante durant l'ensemble de l'année, laquelle est devenue encore plus marquée depuis septembre, dans le contexte de profondes inquiétudes sur les marchés financiers internationaux. À ce moment, la volatilité des marchés obligataires a atteint des niveaux particulièrement élevés aux États-Unis, à la suite de l'affaiblissement de plusieurs acteurs importants du système financier et des mouvements de fuite vers la qualité et la liquidité qui s'en sont suivis. Néanmoins, à la fin du mois de septembre, lorsque l'instabilité financière s'est accrue en Europe également, la volatilité des marchés obligataires y a aussi augmenté (pour de plus amples détails, cf. l'encadré 3).

Durant les deux premiers mois de 2009, les rendements obligataires à long terme de la zone euro ont légèrement augmenté, de quelque 10 points de base, tandis que la progression des rendements des emprunts publics américains a été plus prononcée, atteignant quelque 80 points de base. Le 27 février, les rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro et des États-Unis ont atteint respectivement quelque 3,7 % et 3 %. Les évolutions des

rendements obligataires à long terme des deux côtés de l'Atlantique ont été influencées par la détérioration des perspectives économiques, l'accroissement de l'aversion pour le risque et les mouvements de report vers les valeurs sûres qui en ont résulté, ainsi que par les préoccupations croissantes concernant les besoins de financement des émetteurs souverains. Si les deux premiers facteurs ont tendance à faire

reculer les rendements, le troisième facteur, qui a apparemment dominé les deux autres particulièrement aux États-Unis, tend à accroître les rendements. Durant la même période, les rendements offerts sur les obligations à long terme indexées sur l'inflation ont également progressé dans la zone euro, reflétant sans doute les tensions persistantes sur le marché des obligations indexées sur l'inflation.

Encadré 3

VOLATILITÉ ET LIQUIDITÉ DES MARCHÉS BOURSIERS ET DES MARCHÉS DES EMPRUNTS PUBLICS

Comme le montre le graphique A¹, la crise financière a rendu les marchés boursiers et obligataires de plus en plus volatils. Ce degré de volatilité élevé s'explique par la combinaison du dénouement des positions à effet de levier, du grand nombre de chocs informationnels frappant les marchés, de la grande incertitude et du niveau considérable de l'aversion pour le risque qui règne parmi les intervenants de marché. Cette aversion accrue pour le risque a probablement exacerbé l'incidence des chocs d'information et de l'incertitude sur l'évolution des prix, de sorte que les fluctuations de ces derniers ont été plus importantes qu'elles ne l'auraient été si l'aversion pour le risque avait été moindre.

Durant la crise, on a observé de longues périodes de forte corrélation négative entre les rendements boursiers et obligataires (cf. graphique B), qui peut être interprétée comme le signe de mouvements vers des valeurs refuge, au détriment des marchés boursiers et en faveur des segments les plus liquides des marchés des emprunts publics. Une corrélation négative aussi marquée n'avait plus été observée depuis que le marché boursier avait atteint son plus bas niveau en 2003. Au cours des derniers mois de 2008, cette corrélation négative entre ces marchés s'est atténuée à mesure que la volatilité des marchés obligataires augmentait, et ce après que les signes indiquant que les évolutions sur les marchés financiers auraient de lourdes répercussions sur l'économie réelle étaient devenus de plus en plus évidents. Outre la variabilité accrue des anticipations d'inflation et des primes de risque, il est probable que de nettes révisions des anticipations des intervenants de marché quant à l'évolution ultérieure des taux d'intérêt de la politique monétaire aient contribué à aviver la volatilité des rendements obligataires à long terme.

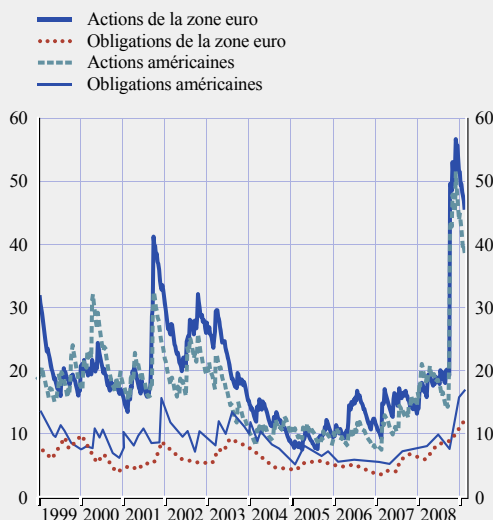
La volatilité accrue du marché des emprunts publics a en règle générale rendu les intervenants de marché moins enclins à se fournir mutuellement des liquidités en continu en proposant des prix négociables pour des volumes considérables sur des marchés avec ordres limités. Même si les emprunts publics les plus liquides, tels ceux émis par les gouvernements américain et allemand, ont fait office de valeurs refuge pour les investisseurs pendant la crise financière, des tensions sur la liquidité ont été observées même dans cette catégorie d'actifs². À l'inverse des

1 Cf. l'encadré intitulé *Volatilité anormale sur les marchés boursiers mondiaux* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2008.

2 Cf. l'encadré 6 pour une analyse plus détaillée de l'incidence des mouvements de report sur des valeurs sûres sur les marchés des emprunts publics de la zone euro.

Graphique A Volatilité observée des rendements boursiers et obligataires hebdomadaires

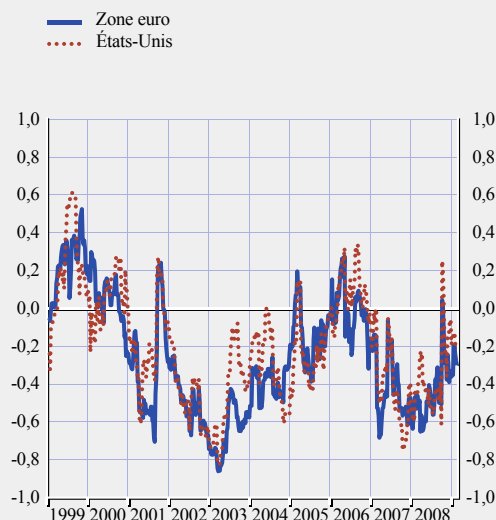
(en pourcentage annuel ; données hebdomadaires)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE
Notes : Les rendements boursiers ont été calculés sur la base de l'indice Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro et de l'indice Standard & Poor's 500 pour les États-Unis. Les rendements obligataires ont été calculés en fonction des rendements zéro coupon aux États-Unis et en Allemagne obtenus auprès de Bloomberg. Les volatilités ont été calculées à partir de moyennes mobiles pondérées exponentiellement.

Graphique B Corrélation entre les rendements boursiers et obligataires hebdomadaires

(données hebdomadaires)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE
Notes : Les rendements ont été calculés de la même manière que pour le graphique A. Les corrélations ont été calculées à partir de moyennes mobiles pondérées exponentiellement.

actions, les emprunts publics sont largement négociés hors bourse, ce qui donne inévitablement une image plus fragmentée des transactions effectuées sur ces marchés. Les données disponibles émanant des plates-formes électroniques de négociation d'emprunts publics européens montrent un net recul des volumes échangés comme de la profondeur des valeurs cotées, même des titres les plus liquides. Le fait que les écarts entre cours acheteur et cours vendeur des valeurs cotées se soient sensiblement creusés est lui aussi un signe que la liquidité des marchés s'est détériorée. Comme cela avait déjà été le cas lors de précédentes crises de liquidité, en 1998 par exemple, c'est la liquidité des titres qui s'est le plus dégradée, alors que ceux-ci étaient déjà relativement peu liquides avant le déclenchement de la crise financière. Les rendements des obligations indexées sur l'inflation ont ainsi été vivement affectés par les primes de liquidité sur certains marchés³.

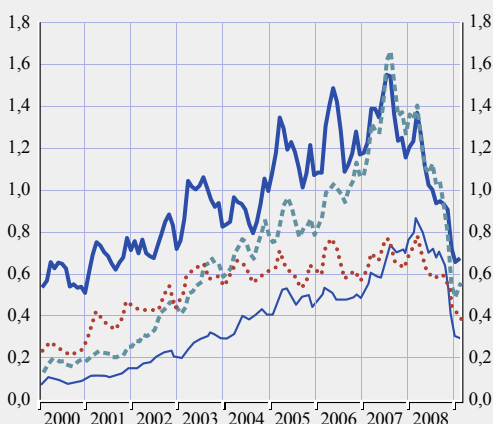
Selon les intervenants de marché, les négociations de volumes importants sont tout particulièrement de plus en plus souvent effectuées par des courtiers intermédiaires. La conséquence en est que le recul des volumes négociés sur des plates-formes électroniques pourrait surévaluer le recul général des transactions. Il est toutefois également possible de mesurer le niveau des négociations sur le marché des emprunts publics de la zone euro sur la base du marché des contrats à terme. Les contrats à terme sur emprunts publics font partie des instruments les plus négociés dans le monde, et c'est l'un des rares marchés où la liquidité est relativement

3 Cf. l'encadré intitulé *Les récentes hausses des rendements réels et leurs implications pour l'analyse des anticipations d'inflation* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2008.

Graphique C Volumes négociés de contrats à terme sur emprunts publics

(millions de contrats ; moyennes mobiles centrées sur trois mois des données quotidiennes)

- Contrats à terme sur l'Euro-Bund allemand à dix ans
- Contrats à terme sur l'Euro-Bobl allemand à cinq ans
- - - Contrats à terme sur les obligations à dix ans du Trésor américain
- Contrats à terme sur les obligations à cinq ans du Trésor américain



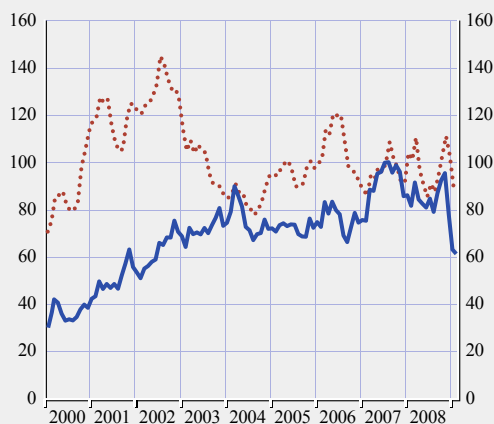
Sources : Chicago Mercantile Exchange/Chicago Board of Trade et Eurex Deutschland

Note : La valeur théorique de chaque contrat est de 100 000 euros pour les contrats à terme sur l'Euro-Bobl et l'Euro-Bund et de 100 000 dollars des États-Unis pour les contrats à terme sur les obligations à cinq et à dix ans du Trésor américain.

Graphique D Volumes négociés sur les marchés boursiers

(indice : juillet 2007 = 100 ; moyennes mobiles centrées sur trois mois des données mensuelles)

- Indice Dow Jones EuroStoxx
- Indice Standard & Poor's 500



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE

Note : Les volumes correspondent au nombre total d'actions négociées pour les entreprises constitutives des indices.

intacte. Lorsqu'il s'agit de mesurer l'activité sur le marché, les contrats à terme présentent le net avantage d'être des instruments négociés en bourse pour lesquels il est aisé de disposer de données relatives à l'activité générale.

Certains éléments donnent à penser que les courtiers en obligations ont sensiblement réduit la taille de leur bilan en réaction à la hausse de la volatilité des rendements et des coûts de financement. Les contrats à terme étant très souvent utilisés pour couvrir le risque de taux d'intérêt sur les portefeuilles d'obligations des courtiers, il est possible que le nombre de contrats à terme négociés à cette fin ait reculé. Le graphique C montre que le volume des contrats à terme négociés a effectivement diminué depuis le déclenchement des turbulences financières mi-2007. Plus particulièrement, le nombre de contrats négociés concernant l'instrument le plus fréquent, à savoir le contrat à terme sur les emprunts publics à dix ans, a diminué de plus des deux tiers aux États-Unis et de plus de la moitié en Allemagne depuis mi-2007. Des replis légèrement plus faibles des volumes négociés ont été observés pour les contrats à terme de cinq ans.

Le graphique D montre que, en ce qui concerne les marchés boursiers, les volumes, mesurés comme le nombre moyen d'actions négociées chaque mois, sont demeurés relativement stables dans la zone euro comme aux États-Unis, bien que s'inscrivant en léger recul début 2009 surtout dans la zone euro. Comme on l'a déjà dit, il est possible que les volumes assez importants négociés sur les marchés boursiers soient le reflet des nombreux chocs d'information affectant les marchés. Toutes choses égales par ailleurs, les prix de marché devraient s'ajuster lorsque de nouvelles informations seront mises à disposition. Ainsi, lorsque des chocs d'information

frappent les marchés à une fréquence supérieure à la normale, la fréquence des négociations augmente elle aussi. S'agissant des marchés boursiers, il est possible que ces chocs d'information reflètent à la fois une révision des anticipations des dividendes futurs et des modifications du taux d'actualisation. Par contre, les revenus attendus des emprunts publics standard sont fixes en termes nominaux, et les valorisations des portefeuilles ne sont dès lors que le reflet des modifications du taux d'actualisation.

Le grand regain d'incertitude macroéconomique observé en 2008, associé à la réduction de la taille des bilans par les intervenants de marché, a provoqué des pics de volatilité et une grave détérioration de la liquidité du marché sur de multiples segments des marchés financiers. Cette situation a même touché des marchés que l'on considère normalement comme très liquides et qui se caractérisent par des niveaux de risque minimums, tels les marchés des emprunts publics de la zone euro. La volatilité devrait finir par se modérer dès lors que l'incertitude macroéconomique se sera réduite et que la période de réduction du levier d'endettement aura suivi son cours, entraînant une certaine normalisation de la liquidité du marché.

LES COURS DES MARCHÉS BOURSIERS SE SONT INSCRITS EN NET REcul EN 2008

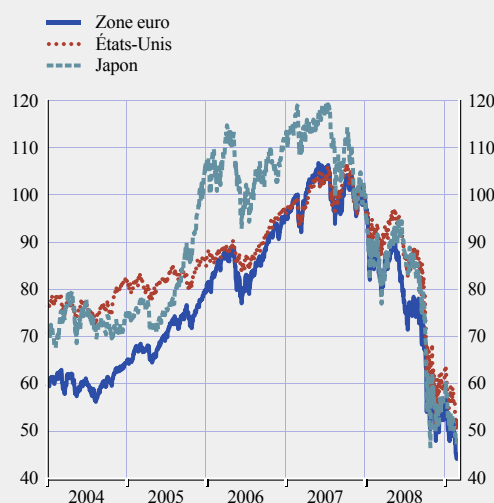
L'année 2008 a été caractérisée par une volatilité élevée et des corrections importantes des cours boursiers au niveau international, imputables à plusieurs événements qui ont remodelé le paysage financier, en particulier aux États-Unis, ainsi qu'à la détérioration de la situation macroéconomique internationale. À la fin de 2008, les cours boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon, tels que mesurés respectivement par les indices Dow Jones Eurostoxx, Standard & Poor's 500, et Nikkei 225, ont été globalement inférieurs de quelque 46 %, 39 % et 42 % par rapport à la fin de 2007 (cf. graphique 13). Les fluctuations des cours boursiers sont devenues particulièrement prononcées en mars et à partir de septembre, elles ont reflété les turbulences sur les marchés financiers internationaux. De plus, le recul de la croissance des bénéfices tant effectifs qu'attendus des deux côtés de l'Atlantique a également contribué aux performances négatives des marchés boursiers. Ces évolutions de prix se sont produites dans un contexte de volatilité élevée, laquelle a grimpé à des niveaux exceptionnels en octobre et en novembre.

Les cours des actions dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon ont affiché une tendance à la baisse du début de l'année à la mi-mars 2008. Cette tendance s'est partiellement inversée

lorsque JP Morgan Chase a racheté Bear Stearns après avoir obtenu un prêt non garanti de la Réserve fédérale. Les mesures de sauvetage de Bear Stearns ont été perçues favorablement par les intervenants de marché, qui ont modifié leurs perceptions des risques, contribuant ainsi à soutenir les marchés boursiers. Dans ce contexte, l'indice Dow Jones Eurostoxx a

Graphique 13 Principaux indices boursiers

(indice en nouvelle base : 31 décembre 2007 = 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

progressé de près de 10 %, le Standard & Poor's 500 d'environ 8,5 %, et l'indice Nikkei 225 de 22,5 % entre mi-mars et début juin.

Durant l'été, les cours boursiers se sont toutefois inscrits en net recul, en raison de la recrudescence des préoccupations relatives au secteur financier et aux perspectives de l'économie mondiale. Durant cette période, les pressions se sont intensifiées sur les agences de refinancement hypothécaire américaines Fannie Mae et Freddie Mac, ainsi que sur les assureurs obligataires. En outre, durant la première moitié de l'été, les cours des matières premières ont augmenté rapidement, assombrissant les perspectives économiques mondiales. En septembre, les turbulences sur les marchés financiers se sont encore aggravées, lorsque les agences de refinancement hypothécaires précitées ont été rachetées par le gouvernement américain, que la Réserve fédérale a organisé, conjointement avec le Trésor américain, le sauvetage du groupe d'assurance AIG et que le modèle de banque d'investissement « *stand alone* » a cessé d'exister après la faillite de Lehman Brothers, le rachat de Merrill Lynch par la Bank of America et la transformation de Goldman Sachs et de Morgan Stanley en holdings bancaires. À la suite de ces événements exceptionnels et en réaction à la propagation des remous au-delà du système financier américain, des plans de sauvetage soutenus par les pouvoirs publics ont été mis en place en faveur de plusieurs institutions financières européennes également. Des deux côtés de l'Atlantique, les gouvernements et des institutions publiques ont pris un certain nombre de mesures en vue de stabiliser le système financier. Celles-ci ont pris la forme de mesures de protection des dépôts en faveur des titulaires de comptes privés, de mesures de recapitalisation des banques et d'initiatives visant à renforcer leur liquidité. De plus, les principales banques centrales ont réduit leurs taux directeurs, dans le contexte de l'aggravation des remous financiers et de la détérioration des perspectives macroéconomiques.

Le repli des marchés boursiers a été aggravé par le recul de la croissance des bénéfices tant effectifs

qu'attendus des deux côtés de l'Atlantique. Entre décembre 2007 et décembre 2008, la croissance des bénéfices effectifs, estimée en termes de bénéfices par action des sociétés composant l'indice Dow Jones EuroStoxx, est devenue négative, atteignant quelque -16 %. De même, les bénéfices anticipés ont été sérieusement revus à la baisse. Le taux de croissance annuel attendu des bénéfices par action à douze mois est retombé de 9 % environ fin décembre 2007 à quelque 1,6 % fin décembre 2008. Le recul de la rentabilité des entreprises de la zone euro, ainsi que des nouvelles défavorables provenant d'indicateurs macroéconomiques, ont pesé négativement sur les évaluations des marchés boursiers.

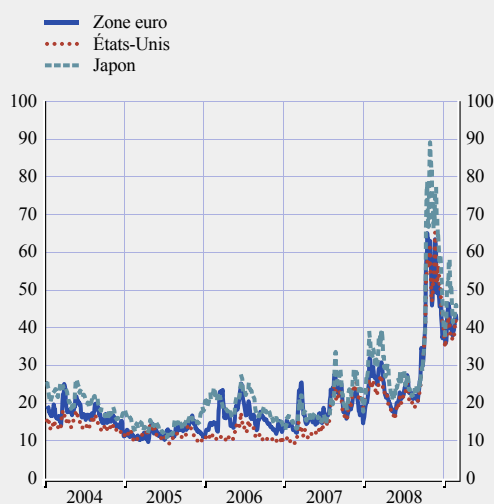
Dans le contexte de la persistance des troubles sur les marchés financiers et de la détérioration de la situation macroéconomique, les marchés boursiers se sont caractérisés par un degré élevé d'incertitude, telle que mesurée par la volatilité implicite induite des options sur actions. La volatilité boursière a été particulièrement importante durant les principaux épisodes qui ont affecté les marchés financiers, c'est-à-dire au mois de mars et depuis septembre (cf. graphique 14). Dans ce contexte, les primes de risque sur actions ont vraisemblablement augmenté tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, contribuant ainsi au repli des cours boursiers.

Au niveau des secteurs d'activité, les cours boursiers du secteur financier ont essuyé les pertes les plus lourdes entre décembre 2007 et décembre 2008, reculant de quelque 57 % dans la zone euro et de quelque 51 % aux États-Unis. Les cours boursiers du secteur non financier ont également affiché une baisse sensible, en recul d'environ 41 % dans la zone euro et de 36 % aux États-Unis.

Au début de 2009, la détérioration des perspectives économiques mondiales ainsi qu'une recrudescence des préoccupations relatives à la santé du système financier ont de nouveau poussé les cours boursiers à la baisse. Les indices Dow Jones EuroStoxx et Standard & Poor's 500 ont reculé de

Graphique 14 Volatilité implicite des marchés boursiers

(en pourcentage annuel; moyenne mobile 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.

respectivement quelque 17 % et 19 % entre la fin de 2008 et le 27 février 2009.

LES EMPRUNTS DES MÉNAGES ONT CONTINUÉ DE SE CONTRACTER

La dynamique d'emprunt des ménages a continué de se ralentir en 2008, reflétant l'effet de facteurs tels que le durcissement des conditions de financement, l'assombrissement des perspectives économiques et l'affaiblissement de la dynamique du marché de l'immobilier résidentiel.

Le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages par les IFM, qui ont constitué la principale source des emprunts des ménages en 2008, a reculé, revenant à 1,8 % en décembre, contre 6,2 % fin 2007. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages par les non-IFM (c.-à-d. les autres intermédiaires financiers, les sociétés d'assurance et les fonds de pension) a

continué de dépasser celui des prêts consentis aux ménages par les IFM, qui s'est établi à 10,4 % au troisième trimestre 2008. Cette situation traduit en partie l'effet des activités de titrisation assorties d'une cession parfaite, dans le cadre desquelles les crédits sont sortis du bilan des IFM, et sont dès lors enregistrés comme des prêts consentis par d'autres intermédiaires financiers.

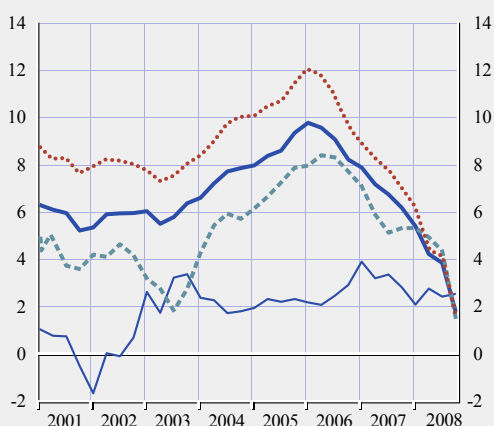
Une ventilation par objet des prêts octroyés par les IFM aux ménages indique que le principal moteur de cette contraction a été la baisse du rythme de croissance des prêts au logement. Le taux de croissance annuel des prêts au logement accordés aux ménages s'est établi à 1,7 % en décembre 2008, contre 7,1 % en décembre 2007 (cf. graphique 15). Cette décélération a été cohérente avec les fléchissements observés aux niveaux de la croissance des prix des logements et de l'activité sur le marché immobilier dans plusieurs économies de la zone euro. Les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire confortent cette analyse puisqu'en 2008, les banques ont cité la dégradation des perspectives du marché immobilier et la détérioration de la confiance des consommateurs comme étant les principaux facteurs ayant contribué au recul de la demande de prêts au logement par les ménages. En outre, l'altération des perspectives du marché immobilier a également en partie été à l'origine du durcissement des critères d'octroi des crédits par les banques, lequel a joué un rôle important dans le tassement de la croissance des prêts.

Le fléchissement du taux de croissance annuel des prêts au logement a également reflété l'incidence restrictive des relèvements des taux directeurs de la BCE depuis décembre 2005. Poursuivant la tendance observée en 2006 et en 2007, quoiqu'à un rythme plus lent, les taux appliqués par les IFM aux prêts au logement ont augmenté de 31 points de base entre décembre 2007 et septembre-octobre 2008, avant de reculer de 10 points de base au quatrième trimestre (cf. graphique 16). La hausse relevée au cours des trois premiers trimestres de l'année a touché toutes les échéances, même si elle a été

Graphique 15 Prêts des IFM aux ménages

(variations annuelles en pourcentage)

- Ensemble des prêts
- Prêts au logement
- - - - Crédits à la consommation
- Autres prêts

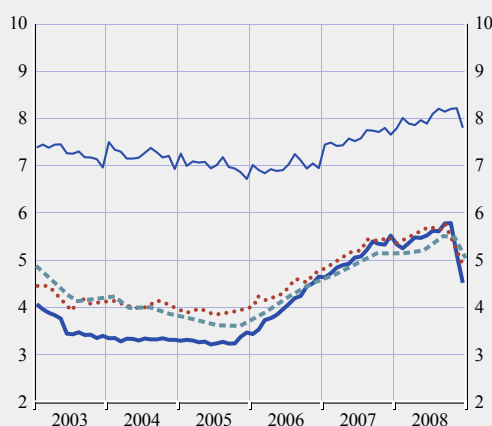


Source : BCE

Graphique 16 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)

- Taux à court terme des prêts consentis aux sociétés non financières
- Taux à long terme des prêts consentis aux sociétés non financières
- - - - Taux des prêts au logement
- Taux des crédits à la consommation



Source : BCE

légèrement plus prononcée pour les prêts dont la période de fixité initiale est inférieure ou égale à un an ou supérieure à un an et inférieure à cinq ans.

Le taux de croissance annuel des crédits à la consommation s'est lui aussi inscrit en baisse, revenant à 1,5 % en décembre 2008, soit quelque 4 points de pourcentage en deçà du niveau observé fin 2007. Au cours des derniers trimestres, le taux de croissance annuel des crédits à la consommation a diminué parallèlement au repli de la confiance des consommateurs et au recul progressif de la consommation privée dans la zone euro. En outre, les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que les critères d'octroi des crédits à la consommation ont continué de se durcir en 2008, conformément aux évolutions observées durant le quatrième trimestre 2007, compte tenu de la détérioration des anticipations relatives à l'activité économique générale et de la dégradation observée de la solvabilité des emprunteurs. Les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux crédits à la consommation, qui étaient

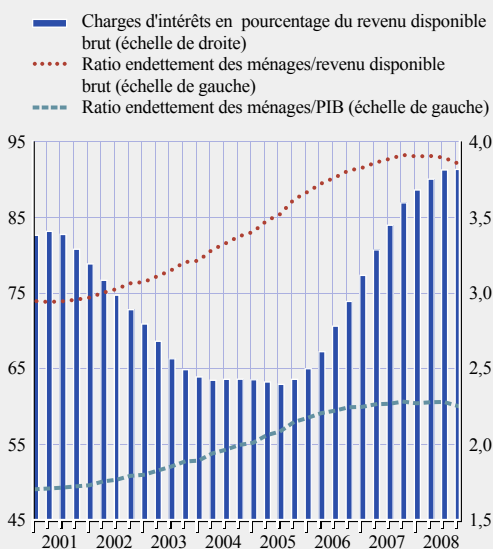
restés largement supérieurs à ceux appliqués aux crédits au logement en 2008, ont augmenté de 56 points de base entre décembre 2007 et novembre 2008, contribuant donc à freiner la demande de crédits à la consommation. Ils se sont ensuite contractés, les taux relevés en décembre 2008 étant supérieurs de 15 points de base à ceux de décembre 2007.

L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES S'EST STABILISÉ

Au second semestre 2008, le repli prolongé du taux de croissance des prêts consentis aux ménages, associé à la hausse continue du revenu disponible, a entraîné un léger recul du ratio d'endettement des ménages par rapport au revenu disponible, lequel a été estimé à 92 % environ au quatrième trimestre (cf. graphique 17). L'on observe le même profil pour le ratio d'endettement par rapport au PIB, qui, selon des données provenant des comptes intégrés de la zone euro, est revenu aux alentours de 60 % au quatrième trimestre 2008. Néanmoins, le taux d'endettement des ménages de la zone euro est relativement modeste lorsqu'on le compare à celui de pays tels que les États-Unis

Graphique 17 Endettement des ménages et charges d'intérêts

(en pourcentage)



Sources : BCE et Eurostat

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

ou le Royaume-Uni. Le recul de l'endettement des ménages de la zone euro a contribué à stabiliser leur vulnérabilité aux variations des taux d'intérêt, des revenus et des prix des actifs. Il convient également de mentionner que l'endettement des ménages présente un grand degré d'hétérogénéité à travers la zone euro. En particulier, les ménages des pays de la zone euro où le ralentissement économique est plus marqué ou où l'on observe toujours des signes de surévaluation sur les marchés de l'immobilier résidentiel présentent des niveaux de risque plus élevés.

Dans le même temps, même si le niveau d'endettement des ménages s'est stabilisé en 2008, les hausses antérieures des taux débiteurs appliqués aux ménages ont entraîné une nouvelle augmentation de la charge du service de la dette des ménages, mesurée comme le rapport entre les paiements d'intérêts plus le remboursement du principal et le revenu

disponible. Selon les estimations, la charge des paiements d'intérêts a en effet atteint 3,8 % au second semestre 2008, contre 3,6 % fin 2007, soit un niveau supérieur à celui du sommet précédent enregistré en 2001.

HAUSSE CONSIDÉRABLE DU COÛT DU FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN 2008

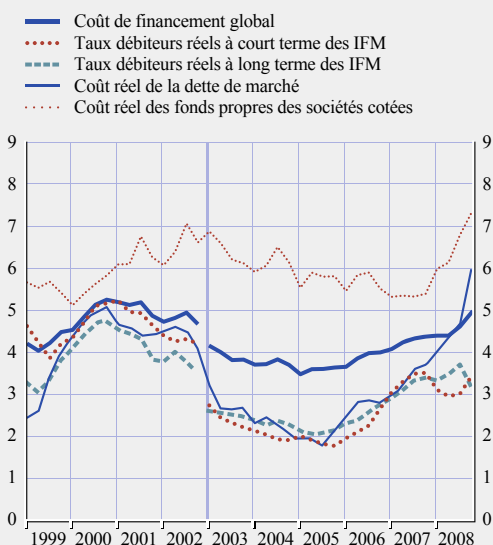
En 2008, dans le contexte des turbulences sur les marchés financiers, le coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro a fortement augmenté par rapport aux dernières années. Bien que la rentabilité des sociétés soit demeurée robuste au premier semestre 2008, elle a montré des signes de détérioration rapide le reste de l'année, particulièrement au dernier trimestre. Après le pic enregistré au premier trimestre, lequel était essentiellement attribuable au dynamisme soutenu des prêts des IFM, le taux de croissance du financement externe des sociétés non financières a fléchi. Toutefois, il est probable que le degré d'endettement du secteur des sociétés non financières ait continué de progresser en 2008.

Le coût réel global du financement externe des sociétés non financières de la zone euro s'est considérablement accru en 2008, sur fond d'intensification des tensions sur les marchés financiers et du crédit (cf. graphique 18). Au dernier trimestre 2008, l'évidente dégradation des conditions et des perspectives macroéconomiques a contribué à la vive hausse du coût du financement externe des sociétés, le renforcement des anticipations de défaillance et les révisions à la baisse des bénéfices ayant pesé sur la perception du risque de crédit et de marché par les investisseurs. Durant l'ensemble de l'année, cet accroissement a principalement été influencé par l'augmentation marquée du coût réel du financement par endettement de marché et par émission d'actions.

S'agissant des composantes du coût du financement externe des sociétés, les taux d'intérêt des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières ont reculé en termes

Graphique 18 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.

réels par rapport à fin 2007 (cf. graphique 18). La comparaison point par point entre les fins d'année masque une dynamique intra-annuelle marquée. Les taux d'intérêt nominaux à court terme ont progressé pendant l'essentiel de l'année, suivant étroitement la tendance haussière affichée par le taux Euribor à trois mois, bien que cet effet ait été freiné en termes réels par la hausse des anticipations d'inflation à court terme jusqu'en septembre. En novembre et en décembre, les taux d'intérêt à court terme ont considérablement baissé, reflétant les réductions des taux directeurs et le repli des taux du marché monétaire. Ainsi, les taux nominaux appliqués aux prêts assortis d'un taux variable et dont la période de fixité initiale du taux est inférieure ou égale à un an se sont contractés de 70 et 106 points de base pour les prêts de faible montant et de montant élevé, respectivement.

Après avoir progressé jusqu'en septembre 2008, les taux d'intérêt débiteurs à long terme des IFM se sont repliés au dernier trimestre de l'année, le fléchissement étant plus marqué pour les prêts de montant élevé. Par rapport à fin 2007, les taux d'intérêt à long terme appliqués par les IFM aux prêts de faible montant sont restés globalement inchangés, alors que ceux appliqués aux prêts de montant élevé ont reculé de 72 points de base. Les rendements des emprunts publics d'échéance comparable ont également présenté une évolution contrastée tout au long de l'année, s'inscrivant tout d'abord à la hausse avant de diminuer fortement. Le rendement global des emprunts publics à cinq ans a été inférieur de 85 points de base en décembre 2008 par rapport à fin 2007. Dès lors, les écarts entre les taux bancaires débiteurs à long terme et les taux comparables du marché ont en moyenne eu tendance à s'élargir au second semestre de l'année. L'élargissement des écarts est allé de pair avec une hausse sensible des coûts de financement des banques via les marchés des capitaux.

Le coût réel du financement par endettement de marché des sociétés non financières s'est inscrit en forte progression en 2008, renforçant la tendance haussière amorcée fin 2007. En décembre 2008, ce coût excédait de 200 points de base le niveau de l'année précédente et de 420 points de base le point le plus bas atteint en 2005. Le niveau observé fin 2008 représente un record historique depuis l'avènement de l'UEM et a été bien supérieur à celui relevé en 2000. En revanche, comme mentionné ci-dessus, les rendements des emprunts publics d'échéance comparable se sont contractés. Par conséquent, les écarts de rendement des obligations émises par les entreprises se sont nettement creusés durant le second semestre 2008. Cet élargissement des écarts reflète aussi le durcissement des critères d'octroi des crédits et les perceptions d'un risque de crédit accru parmi les investisseurs.

Le coût réel du financement des sociétés non financières par l'émission d'actions cotées a

sensiblement progressé au cours de l'année. Une évidente dégradation est survenue durant le second semestre 2008, lorsque les cours boursiers (mesurés par exemple par l'indice Dow Jones Euro Stoxx, un indice large de la zone euro) se sont effondrés et que l'aversion pour le risque a atteint des niveaux exceptionnellement élevés. Après avoir remarquablement résisté au premier semestre de l'année, la croissance des bénéfices des sociétés cotées s'est aussi considérablement détériorée, devenant négative en novembre sur une base annuelle.

MODÉRATION DU FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

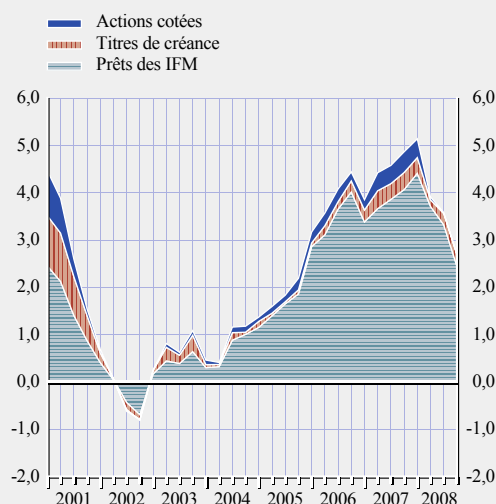
Le financement externe des sociétés non financières s'est progressivement ralenti au cours de 2008. Au quatrième trimestre 2008, le taux de croissance annuel du financement externe des sociétés non financières s'est établi à 2,7 % en termes réels, contre 4,9 % au quatrième trimestre 2007 et 5,1 % au premier trimestre 2008. Cette évolution tient essentiellement au recul, quoique à partir d'un niveau élevé, de la contribution des prêts consentis par les IFM et, dans une moindre mesure, à la baisse de l'émission des actions cotées, alors que la contribution des titres de créance est demeurée globalement stable (cf. graphique 19).

Selon les informations tirées des états financiers agrégés des sociétés cotées, les bénéfices sont restés robustes durant le premier trimestre 2008 (cf. graphique 20). Cependant, les mesures de la rentabilité des entreprises ont considérablement fléchi au second semestre 2008. Parallèlement, les prévisions de bénéfices dans la zone euro ont été brutalement revues à la baisse au dernier trimestre 2008. Le nombre de révisions à la baisse des prévisions de bénéfices des entreprises cotées de la zone euro a atteint un sommet historique en fin d'année.

Le taux de croissance des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières s'est ralenti en 2008. Après avoir atteint un pic de 15 % en termes nominaux en mars 2008, il s'est contracté, atteignant 9,4 % en décembre.

Graphique 19 Ventilation du taux de croissance annuel en termes réels du financement externe des sociétés non financières¹⁾

(variations annuelles en pourcentage)

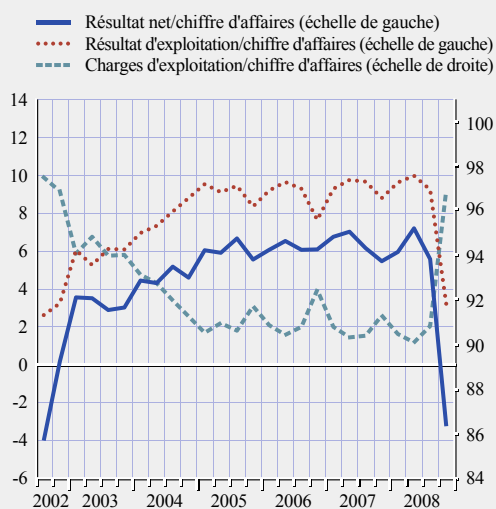


Source : BCE

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 20 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.

Ce taux de croissance à un an d'écart toujours robuste masque quelque peu l'atténuation de la dynamique sous-jacente de la croissance des prêts consentis par les IFM au secteur privé par le biais d'un effet de report de la croissance soutenue enregistrée au premier semestre 2008. En effet, comme le montre la dynamique de croissance à court terme, le ralentissement s'est accéléré en fin d'année, particulièrement en décembre, sous l'effet de la détérioration des conditions de financement. Cette décélération est globalement conforme au durcissement des conditions de financement dont ont fait état les enquêtes sur la distribution du crédit bancaire menées tout au long de l'année par l'Eurosystème, au recul des opérations de fusions et acquisitions et à la modération de l'activité économique. Plusieurs facteurs peuvent expliquer pourquoi la croissance des prêts des IFM est demeurée relativement vive au moins jusqu'en novembre, même si elle s'est infléchie. Les entreprises de la zone euro ont relativement bien résisté au premier semestre 2008, continuant à demander des prêts pour financer leurs activités. Un autre facteur susceptible d'avoir contribué à cette évolution est le tirage sur les lignes de crédit ayant été négociées dans des conditions plus propices. La demande de prêts bancaires peut aussi avoir été soutenue par un effet de substitution résultant d'un recul du financement de marché, de l'autofinancement et des crédits commerciaux. En outre, les obstacles empêchant l'adaptation rapide des capacités de production et la mise en œuvre d'un processus de réduction des coûts pèsent souvent sur l'ajustement à court terme des dépenses des entreprises. Ceci peut partiellement expliquer la résistance affichée par la demande de crédits au second semestre de l'année, en dépit de la perspective d'un ralentissement de la croissance.

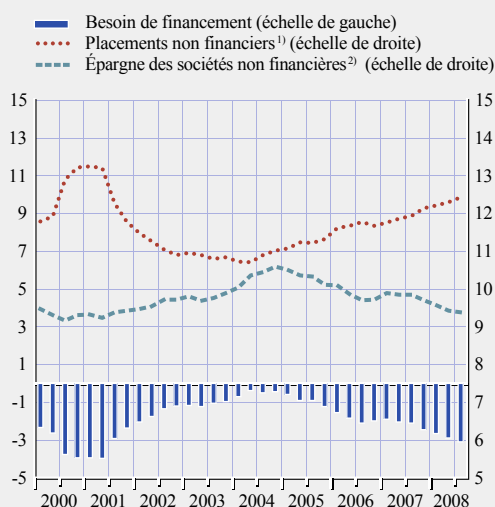
La croissance du financement via le marché (par endettement comme par émission d'actions) s'est ralentie, parallèlement à la hausse soutenue du coût de ces sources de financement. La croissance annuelle des émissions de titres de créance par les sociétés non financières est revenue de quelque 9 % au début de l'année à 6,6 % en décembre 2008. L'émission de titres

de créance à court terme, qui a augmenté après le déclenchement des perturbations financières pendant l'été 2007, s'est aussi progressivement inscrite à la baisse. Cette tendance est confirmée par les évolutions à court terme des données corrigées des variations saisonnières. Conjuguées à l'élargissement des écarts de rendement des obligations du secteur privé, ces évolutions peuvent refléter le fléchissement des opérations de fusions et acquisitions. Le taux de croissance annuel des émissions d'actions cotées par les sociétés non financières s'est considérablement tassé au cours de 2008, étant même nul en décembre. La contribution négligeable de l'émission nette d'actions cotées au financement net du secteur des entreprises de la zone euro est due à la montée en flèche du coût réel des actions ainsi qu'à la très forte volatilité des conditions prévalant sur les marchés boursiers.

En dépit d'une certaine modération, la croissance du financement externe des sociétés non financières pourrait être imputée à une hausse du besoin (net) de financement – calculé comme le solde entre l'épargne brute et la formation brute de capital fixe (cf. graphique 21). Le

Graphique 21 Besoin de financement des sociétés non financières et principales composantes

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



Source : BCE

1) Y compris les stocks et l'accumulation d'actifs non financiers

2) Y compris les transferts nets en capital

besoin de financement des sociétés non financières dans la zone euro en 2007 et durant les trois premiers trimestres 2008 a résulté du tassement de l'épargne des entreprises et, dans une moindre mesure, de la croissance de l'investissement en volume par rapport au PIB. Au premier semestre 2008, le recul de l'épargne des entreprises a essentiellement reflété la progression des charges d'intérêts.

NOUVELLE HAUSSE DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES

S'agissant de l'évolution de la situation bilancielle des sociétés non financières de la zone euro, le renforcement prolongé du financement par endettement a entraîné une nouvelle augmentation des ratios d'endettement (cf. graphique 22). Les taux d'endettement rapportés au PIB et à l'excédent brut d'exploitation ont grimpé jusqu'à 80,5 et 403 % respectivement au quatrième trimestre 2008. Après une période de consolidation entre 2002 et 2004, les ratios d'endettement des sociétés non financières ont affiché une croissance

continue au cours des quatre dernières années. L'endettement rapporté aux actifs financiers des sociétés non financières s'est inscrit à la hausse au cours de la majeure partie de 2008, interrompant la tendance baissière observée depuis le premier trimestre 2003. La combinaison de l'accroissement de l'endettement et de l'augmentation des taux d'intérêt s'est traduite par une progression substantielle des charges d'intérêts nettes des sociétés non financières au cours de 2008.

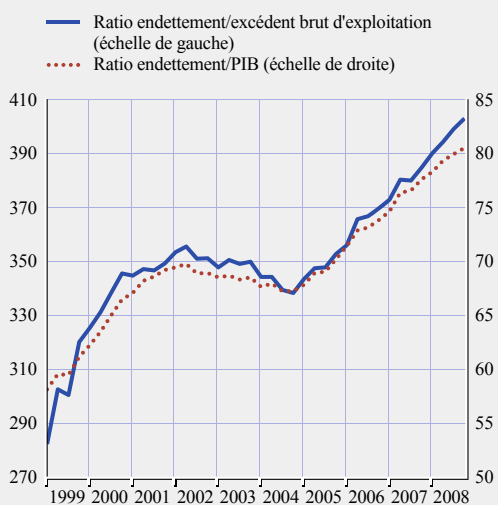
2.3 LES ÉVOLUTIONS DE PRIX ET DE COÛTS

L'IPCH global s'est établi à 3,3 % en moyenne en 2008, soit un niveau nettement supérieur à ceux enregistrés les années précédentes, lorsque les taux d'inflation annuels avoisinaient 2,2 %, de même qu'à la définition de la BCE de la stabilité des prix à moyen terme (cf. tableau 1). Cette progression observée pour l'ensemble de 2008 tient à deux évolutions très différentes de l'IPCH en cours d'année : alors que le taux d'inflation annuel était déjà élevé fin 2007, à 3,1 %, il a encore grimpé, atteignant un sommet de 4,0 % en juin et juillet 2008, avant de reculer rapidement durant les derniers mois de l'année, revenant à 1,6 % en décembre.

L'évolution très contrastée de l'IPCH global en 2008 tient aux fluctuations des cours mondiaux des matières premières (de l'énergie et des autres matières premières, parmi lesquelles les produits alimentaires) (cf. graphique 23). Au premier semestre de l'année sous revue, l'envol de la demande mondiale a continué de pousser à la hausse les cours mondiaux des matières premières, lesquels ont atteint des niveaux extrêmement élevés, alors que le rapide ralentissement de l'activité enregistré au second semestre, et qui s'est mué en une forte contraction en fin d'année, les a une nouvelle fois fait brusquement chuter. Plus manifestement encore, les cours du pétrole, qui avaient déjà rapidement augmenté en 2007, ont continué de grimper au premier semestre 2008, atteignant un pic historique début juillet, dans un contexte de durcissement des conditions de

Graphique 22 Ratios d'endettement des sociétés non financières

(en pourcentage)



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. Les informations couvrent la période jusqu'à la fin du quatrième trimestre 2008.

Tableau I Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2006	2007	2008	2007 T4	2008 T1	2008 T2	2008 T3	2008 T4	2008 Déc.	2009 Janv.
IPCH et composantes										
Indice global	2,2	2,1	3,3	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	1,6	1,1
Énergie	7,7	2,6	10,3	8,1	10,7	13,6	15,1	2,1	-3,7	-5,3
Produits alimentaires non transformés	2,8	3,0	3,5	3,1	3,5	3,7	3,9	3,0	2,8	2,6
Produits alimentaires transformés	2,1	2,8	6,1	4,5	6,4	6,9	6,7	4,3	3,5	2,7
Produits manufacturés hors énergie	0,6	1,0	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,5
Services	2,0	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4
Autres indicateurs de prix et de coûts										
Prix à la production ¹⁾	5,1	2,8	6,2	4,0	5,4	7,1	8,5	3,7	1,6	
Cours du pétrole ²⁾ (en euros par baril)	52,9	52,8	65,9	61,0	64,2	78,5	77,6	43,5	32,1	34,3
Cours des matières premières ³⁾	24,8	9,2	4,4	1,6	11,9	7,1	8,6	-10,7	-17,1	-20,7

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

Note : Les données relatives aux prix à la production se rapportent à la zone euro intégrant la Slovaquie.

1) Hors construction

2) De qualité Brent (livraison à 1 mois)

3) Hors énergie ; en euros

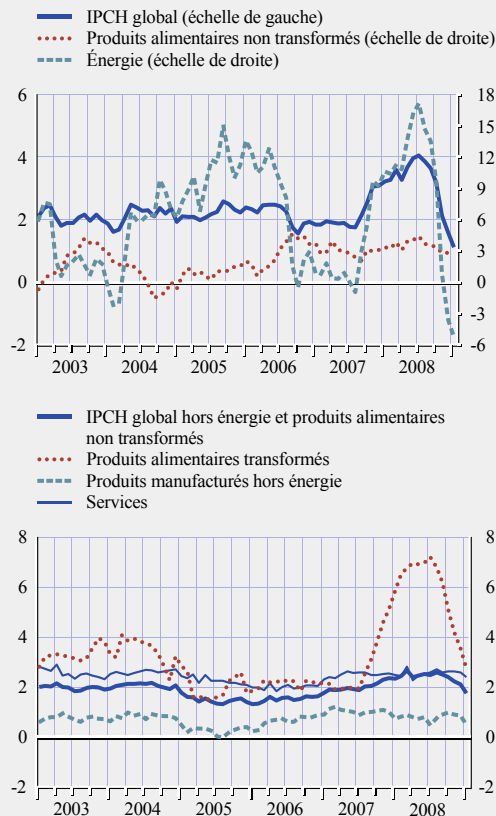
l'offre et de la demande. Au second semestre, les cours du pétrole ont soudainement plongé, revenant à des niveaux sensiblement inférieurs à ceux observés en début d'année. Parallèlement, le renchérissement des produits alimentaires transformés, déjà substantiel fin 2007, s'est fortement accru au premier semestre, en raison d'une tension mondiale sur les stocks de matières premières alimentaires, avant de rapidement ralentir vers la fin de l'année. Par contre, l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (transformés et non transformés) est demeuré globalement stable (à 1,9 % en 2008, contre 1,8 % en 2007).

Les coûts du travail se sont accrus au premier semestre 2008, les coûts salariaux unitaires subissant d'importantes pressions haussières dans le contexte d'un tassement conjoncturel marqué de la croissance de la productivité du travail. Il en a découlé une préoccupation profonde et croissante quant au risque que d'importants effets de second tour ne se manifestent dans la zone euro, laquelle a culminé vers le milieu de l'année. Cette inquiétude s'est estompée à l'automne, alors que l'économie entrait dans une phase de nette contraction.

Dès lors, l'inflation perçue et l'inflation attendue par les consommateurs, qui avaient fortement

Graphique 23 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

progressé au premier semestre de l'année sous revue, atteignant leurs niveaux les plus élevés depuis l'introduction de l'euro, ont commencé à se modérer vers la fin de l'année.

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

La volatilité des cours des matières premières a été le principal facteur à l'origine des larges fluctuations de l'IPCH de la zone euro en 2008. La progression annuelle continue de celui-ci,

qui a atteint un sommet de 4,0 % en juin et juillet, a fait suite à des hausses sans précédent des prix des matières premières énergétiques, industrielles et alimentaires (cf. encadré 4). À l'inverse, le rapide repli de l'IPCH qui s'est ensuivi, ce dernier revenant à 1,6 % à la fin de l'année, a découlé de la forte diminution des cours du pétrole brut et de baisses des cours mondiaux d'un vaste éventail de matières premières, parmi lesquelles les matières premières alimentaires, de même que de effets de base favorables, dans un contexte de rapide détérioration de l'activité économique.

Encadré 4

LES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES ET L'INFLATION MESURÉE PAR L'IPCH

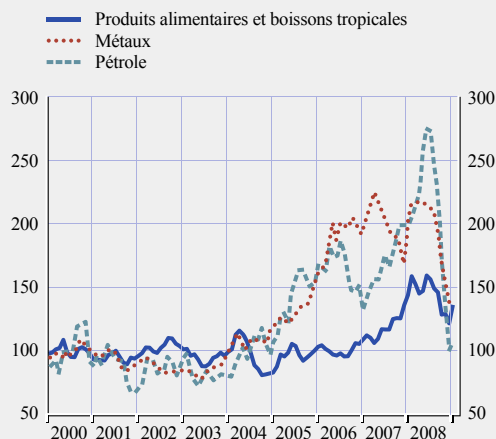
Les cours d'un large éventail de matières premières ont sensiblement augmenté entre début 2005 et juillet 2008 (cf. graphique A). Ils se sont rapidement repliés par la suite, dans un contexte de nette détérioration de l'activité économique mondiale. Cette évolution – en particulier celle des cours du pétrole et des produits alimentaires – a fortement influencé les prix à la consommation dans la zone euro et explique dans une large mesure la hausse de l'IPCH global en 2008. Le présent encadré examine les répercussions de l'évolution des cours des matières premières sur l'inflation dans la zone euro¹.

Effets directs et indirects

Les hausses des cours des matières premières affectent directement l'IPCH par le biais de leur effet immédiat sur les prix à la consommation de l'énergie et des produits alimentaires, qui représentent près de 30 % de l'IPCH global. Elles peuvent également exercer un effet indirect sur les prix à la consommation par le biais des prix à la production, dans la mesure où les entreprises confrontées à des hausses des coûts des consommations intermédiaires répercutent celles-ci sur leurs prix de vente, de manière à maintenir ou à rétablir leurs marges bénéficiaires.

Graphique A Cours des matières premières

(données mensuelles en euros ; indice : moyenne 2000 = 100)

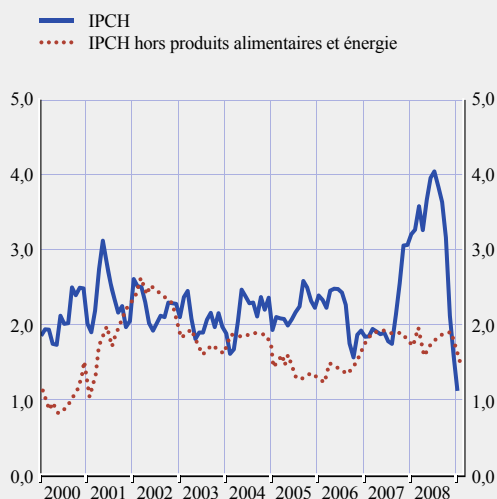


Sources : HWWI et calculs de la BCE

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

Graphique B Inflation mesurée par l'IPCH

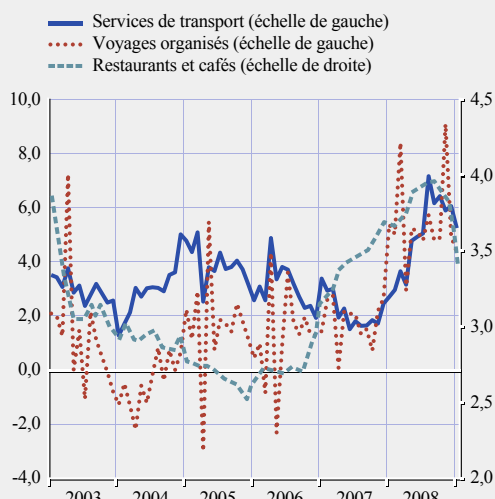
(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Graphique C Sélection de sous-composantes des services dans l'IPCH

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

La mesure dans laquelle ces hausses des coûts sont répercutées sur les étapes ultérieures de la production et sur les consommateurs dépend de plusieurs facteurs, parmi lesquels les pressions concurrentielles du marché et la position dans le cycle conjoncturel. Les chocs de coûts nécessitant du temps pour se propager à toute la chaîne de production, on considère généralement que les effets indirects se manifestent plus tard et durent plus longtemps que les effets directs.

Concrètement, la progression de l'IPCH global observée à partir d'août 2007 a été essentiellement imputable aux effets directs et indirects du choc affectant les cours des matières premières. Dès lors, les prix des produits alimentaires transformés et non transformés et de l'énergie – les composantes de l'IPCH qui sont plus directement exposées à ce choc – se sont sensiblement accrus jusqu'en juillet 2008, alors que les mesures de l'inflation hors produits alimentaires et énergie sont demeurées globalement inchangées durant cette période (cf. graphique B).

Des effets indirects semblent également s'être manifestés au niveau d'autres composantes de l'IPCH dont le processus de production intègre du pétrole et des produits alimentaires. Ainsi par exemple, parmi les services, les prix des services de transport, des voyages organisés et des restaurants, dans la production desquels interviennent du pétrole et des produits alimentaires, ont sensiblement progressé en 2008, à mesure que les cours des matières premières s'envolaient (cf. graphique C). Ces hausses sont toutefois peut-être également le reflet d'autres facteurs que les renchérissements du pétrole et des produits alimentaires, telles l'évolution des salaires et la vigueur de la demande des consommateurs, en particulier au premier semestre de l'année.

Effets de second tour

Outre les effets directs et indirects, que l'on qualifie généralement d'effets de premier tour, un choc affectant les cours des matières premières comporte également le risque d'effets dits de second tour, lesquels sont susceptibles d'exercer des tensions supplémentaires sur les prix

à la consommation. Les effets de second tour désignent généralement la hausse des prix à la consommation due à l'incidence du choc sur les négociations salariales et sur le processus de formation des prix qui vient s'ajouter aux effets de premier tour. Une hausse de l'inflation due aux effets directs et indirects d'un choc affectant les cours des matières premières pourrait entraîner des effets de second tour si les agents économiques (en particulier ceux qui fixent les prix et les salaires) tentent de compenser la perte de revenu réel provoquée par les chocs d'inflation dans le passé. Cette situation peut, à son tour, influencer sur les anticipations d'inflation et sur le processus de fixation des prix et des salaires. Un choc d'inflation temporaire peut ainsi perdurer et donc être plus coûteux à éradiquer.

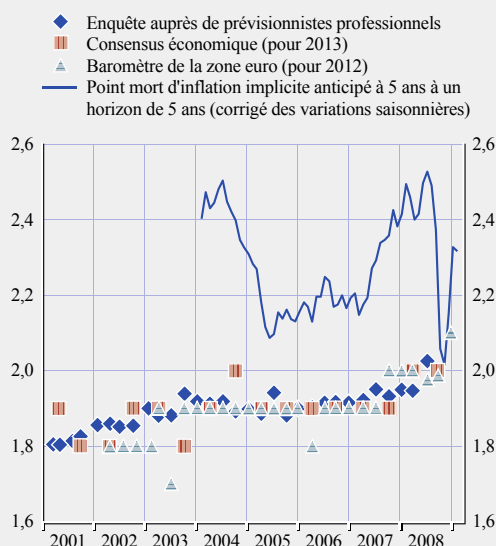
La probabilité qu'un choc affectant les cours des matières premières entraîne des effets de second tour dépend de plusieurs facteurs, parmi lesquels la situation conjoncturelle de l'économie, la flexibilité des marchés des biens et du travail (en particulier la présence de mécanismes d'indexation automatique dans le cadre des négociations salariales et du processus de formation des prix), le mécanisme de formation des anticipations d'inflation et, surtout, la crédibilité de la banque centrale.

Les anticipations d'inflation et l'évolution des coûts du travail peuvent être utilisées pour évaluer le risque d'effets de second tour. Les anticipations d'inflation tirées d'enquêtes réalisées auprès de prévisionnistes professionnels ont quelque peu progressé entre mi-2007 et mi-2008. Les anticipations induites par les points morts d'inflation des rendements obligataires ont suivi une tendance nettement haussière durant cette même période, mais, en raison de l'intensification des turbulences financières et de la chute des cours pétroliers qui en a découlé, celle-ci s'est ensuite inversée (cf. graphique D). L'analyse de l'évolution des négociations salariales en 2008 montre également que les salaires ont fortement augmenté dans plusieurs pays de la zone euro, même s'il est difficile de dire avec précision quelle part de ces hausses salariales est imputable à des effets de second tour (pour de plus amples détails sur les récentes évolutions salariales dans la zone euro, cf. l'encadré 5).

Alors que les effets directs, « mécaniques », sur les prix à la consommation d'un choc affectant les cours des matières premières sont inévitables et que les effets indirects sont possibles, en fonction de la transmission du choc tout au long de la chaîne des prix, il est impératif d'éviter une généralisation des tensions inflationnistes liées aux effets de second tour. Le rôle d'une politique monétaire axée sur le maintien de la stabilité des prix à moyen terme est de veiller à ce

Graphique D Anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes et point mort d'inflation

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Consensus économique, baromètre de la zone euro, BCE, Reuters et calculs de la BCE

Note : Les anticipations d'inflation à long terme font normalement l'objet d'une enquête deux fois par an dans le cadre du Consensus économique et quatre fois par an dans le cadre des enquêtes auprès de prévisionnistes professionnels et du baromètre de la zone euro.

Dernières observations : point mort d'inflation : 27 février 2009 ; enquête auprès de prévisionnistes professionnels et baromètre de la zone euro : janvier 2009 ; Consensus économique : octobre 2008.

qu'un choc affectant les cours des matières premières n'altère pas les anticipations d'inflation à plus long terme ni n'entraîne de plus lourdes pressions sur les prix. Dès lors, dans un contexte d'intensification des tensions inflationnistes, la BCE a décidé en juillet 2008 de relever ses taux directeurs, de manière à stabiliser les anticipations d'inflation. Les taux d'intérêt ont toutefois été abaissés plus tard dans l'année, lorsqu'il est devenu manifeste que la forte chute des cours des matières premières et le ralentissement économique atténueraient sensiblement les tensions inflationnistes.

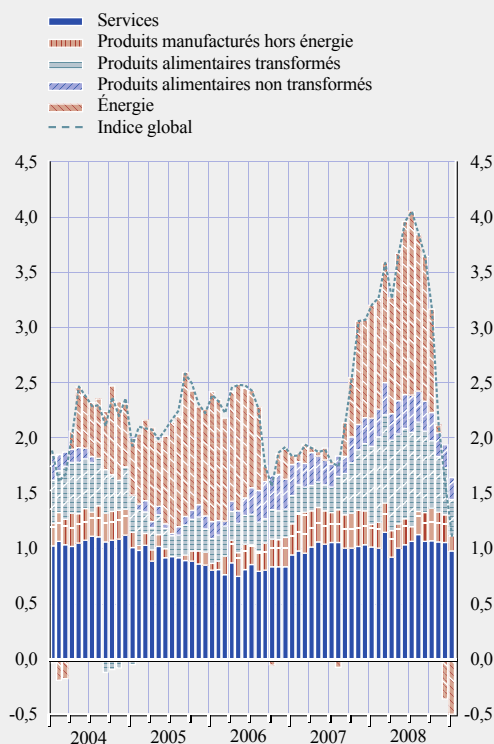
L'évolution marquée de la composante énergétique de l'IPCH, dont la pondération dans l'IPCH global s'élève à 9,8 %, a reflété les brusques variations des prix des combustibles liquides (tels que l'essence, le diesel et le mazout de chauffage), liées aux cours mondiaux du pétrole, associées à la réaction décalée des composantes énergétiques hors produits pétroliers (comme l'électricité et le gaz) qui ont tendance à suivre les cours du pétrole brut avec un certain retard (cf. graphique 24). En juin 2008, les cours du pétrole exprimés en euros étaient supérieurs de 63 % environ à ceux en vigueur un an plus tôt. En décembre 2008, ils étaient inférieurs de 49 % à ceux observés un an auparavant, après avoir chuté de quelque 63 % par rapport au sommet atteint en juin 2008. Cette variation marquée du profil annuel a par ailleurs été amplifiée par un mouvement sensible des marges de raffinage. La variation annuelle des prix de la composante énergie de l'IPCH a culminé à 17,0 % en juillet 2008, contre 9,1 % en décembre 2007, avant de rapidement refluer, devenant même négative en décembre, à -3,6 %.

Le taux de croissance annuel de la composante des produits alimentaires transformés de l'IPCH de la zone euro a suivi une évolution similaire à celle de la composante énergie, augmentant sensiblement à l'automne 2007 avant de fortement reculer à partir de mi-2008. Le rythme annuel de variation des prix des produits alimentaires transformés a atteint un sommet de 7,2 % en juillet 2008, contre 2,0 % en juillet 2007, avant de retomber à 3,6 % en décembre 2008. La flambée des prix des produits alimentaires transformés et la baisse qui s'est ensuivie ont été dans une large mesure imputables aux composantes qui sont

fortement affectées par les cours mondiaux des matières premières agricoles, comme le pain et les céréales, les produits laitiers et les huiles et graisses. Sur l'ensemble de l'année, la hausse des prix des produits alimentaires transformés a atteint 6,1 % en moyenne en 2008, contre 2,8 % en 2007. Par contre, les prix des produits alimentaires non transformés ont augmenté de 3,5 % en 2008, contre 3,0 % en 2007.

Graphique 24 Contributions des principales composantes à l'IPCH

(contributions annuelles en points de pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

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

Hors énergie et produits alimentaires (transformés et non transformés), l'inflation mesurée par l'IPCH est demeurée très stable en 2008. L'incidence de la vive hausse des prix des consommations intermédiaires imputable aux cours élevés des matières premières (énergétiques et non énergétiques) a été compensée par l'effet modérateur de l'atténuation des tensions sur les prix à l'importation, dans le contexte d'une appréciation de l'euro jusqu'en milieu d'année et d'une forte concurrence internationale, de même que par l'effet de base favorable lié au fait que la hausse de 3 points de pourcentage de la TVA introduite en Allemagne le 1^{er} janvier 2007 a commencé à s'effacer des taux d'inflation annuels début 2008.

Les prix des biens industriels non énergétiques ont progressé de 0,8 % en 2008, affichant une légère décélération par rapport à la hausse de 1,0 % enregistrée en 2007. En dépit des tensions sur les prix des consommations intermédiaires signalées par les producteurs locaux et du taux d'utilisation élevé des capacités de production, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est modérée au premier semestre 2008. Elle a quelque peu rebondi à partir de juillet, en raison, entre autres, de l'appréciation abrupte du dollar des États-Unis au second semestre de l'année et de l'effet des soldes de fin de saison exceptionnelles qui ont affecté les prix du textile à la baisse durant l'été.

La hausse des prix des services, qui avait notablement progressé en 2007, a été globalement stable durant la majeure partie de 2008, tout en demeurant à des niveaux relativement élevés de 2,5 % environ. Alors que l'incidence indirecte des hausses des cours mondiaux des matières premières, en particulier du pétrole et des produits alimentaires, a pu contribuer à exercer un effet persistant à la hausse sur certaines composantes des services, comme les services de transport et les restaurants et les cafés, celle-ci a été contrebalancée dans une large mesure par de vives baisses des prix d'autres composantes des services, comme les communications.

ACCÉLÉRATION DE LA HAUSSE MOYENNE DES PRIX À LA PRODUCTION EN 2008 MAIS APPARITION DE LOURDES PRESSIONS BAISSIÈRES VERS LA FIN DE L'ANNÉE

Les tensions exercées sur les prix dans la chaîne d'approvisionnement ont atteint des niveaux extrêmement élevés au printemps dernier, dans un contexte de forte hausse des cours des matières premières, ce qui a exacerbé les inquiétudes quant à l'inflation. Ces tensions se sont toutefois progressivement résorbées dans le courant de l'été, avant de s'estomper à un rythme plus soutenu durant les derniers mois de l'année – les indices (à l'exclusion de l'énergie et de la construction) reculant à partir d'octobre –, tandis que les cours des matières premières commençaient à baisser rapidement et que les pressions exercées sur les facteurs de production (le capital comme le travail) s'allégeaient.

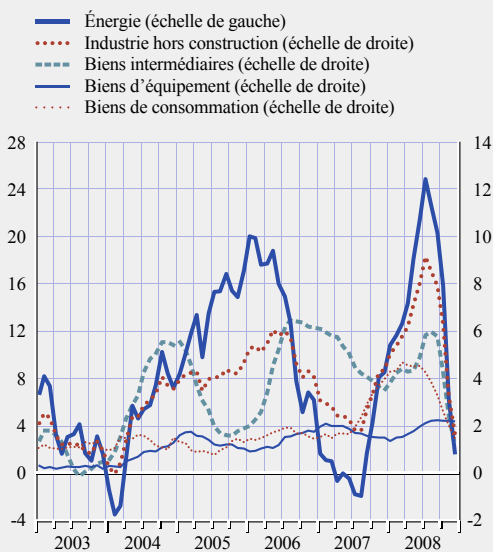
Le taux de variation annuel des prix à la production (hors construction) de la zone euro s'est établi à 6,2 % en moyenne en 2008, soit un taux considérablement plus élevé que celui enregistré en 2007 (2,8 %). Après avoir atteint un sommet historique de 9,2 % en juillet 2008, le taux d'inflation annuel des prix à la production a rapidement baissé, revenant à 1,7 % en décembre, principalement en raison de l'évolution des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Le taux de variation annuel des prix à la production de l'énergie a culminé à 24,9 % en juillet 2008, mais est retombé à 1,6 % en décembre.

Le taux de croissance annuel des prix à la production hors construction et énergie a atteint son niveau le plus élevé de 2008 en juillet, à 4,4 %, avant de revenir à 1,6 % en décembre. Ce mouvement marqué a touché les biens intermédiaires et les biens de consommation, fût-ce à des degrés divers et à des moments différents, mais a exercé une incidence moindre sur les biens d'équipement (cf. graphique 25).

Le renchérissement des biens intermédiaires s'est accéléré durant les huit premiers mois de l'année, atteignant un sommet de 6,0 % en août. Au premier semestre de l'année sous revue, les

Graphique 25 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Note : Les données se rapportent à la zone euro intégrant la Slovaquie.

prix des biens intermédiaires étaient toujours marqués par les pressions haussières exercées par les prix de plus en plus élevés des matières premières industrielles et de l'énergie. Au second semestre, le recul de ces derniers sur les marchés mondiaux et le ralentissement de l'activité ont freiné l'évolution des prix à la production dans de nombreuses branches du secteur des biens intermédiaires. À la fin de l'année, les prix de bon nombre de produits étaient en recul dans le contexte d'une vive contraction de l'activité.

Les fluctuations du taux de croissance annuel des prix des biens d'équipement ont été plus tardives et plus modérées, affichant une légère accélération à 2,2 % en septembre (inversant la tendance baissière observée en 2007), qui s'est stabilisée vers la fin de l'année, alors que la concurrence s'intensifiait dans le contexte d'un rapide repli de la demande.

En aval de la chaîne de production, la vive accélération des prix des biens de consommation observée durant les derniers mois de 2007 s'est poursuivie au premier semestre 2008. Le taux

de variation annuel global des prix des biens de consommation a atteint 4,7 % en mars 2008, soit le taux le plus élevé jamais atteint depuis les débuts de l'Union monétaire en 1999, porté essentiellement par les prix des biens de consommation non durables, reflétant les pressions mondiales exercées sur les prix des produits alimentaires. Hors tabac et produits alimentaires, le taux de variation annuel des prix des biens de consommation est demeuré stable tout au long de l'année.

Dans l'ensemble, à la fin de l'année, l'affaiblissement global de la demande dans la zone euro avait débouché sur des conditions de marché beaucoup plus concurrentielles à divers stades de la chaîne de production. Cet environnement plus compétitif, associé à un recul des cours mondiaux des matières premières, s'est traduit par des annonces généralisées de baisse (ou de stabilisation) des prix, au niveau des prix des consommations intermédiaires comme des prix à la production, dans l'industrie manufacturière comme dans les services.

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

Les indicateurs de coûts de main-d'œuvre disponibles pour la zone euro font ressortir une nette accélération vers fin 2007 et début 2008, après des années de modération salariale. Le taux de croissance annuel moyen de la rémunération par tête durant les trois premiers trimestres de l'année sous revue s'est établi à 3,3 %, soit nettement au delà des taux de croissance annuels moyens enregistrés au cours de la période 2005-2007, où ils allaient de 1,8 à 2,5 % (cf. tableau 2). La rémunération horaire présente un profil comparable, même si le premier trimestre a été marqué par la précocité de Pâques en 2008, ce qui s'est traduit par une remontée de la série durant ce trimestre. Les salaires négociés se sont eux aussi accrus en 2008, le rythme de leur hausse passant de la fourchette comprise entre 2,1 et 2,3 % qui avait prévalu ces dernières années à 2,9 % au premier semestre de l'année, à 3,4 % au troisième trimestre et à 3,5 % au quatrième trimestre.

Tableau 2 Indicateurs de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2006	2007	2008	2007 T4	2008 T1	2008 T2	2008 T3	2008 T4
Salaires négociés	2,3	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,5
Coûts horaires totaux de main-d'œuvre	2,5	2,6	-	2,9	3,5	2,8	4,0	-
Rémunération par tête	2,2	2,5	-	2,9	3,1	3,4	3,5	-
<i>Pour mémoire :</i>								
Productivité du travail	1,3	0,8	-	0,4	0,5	0,2	-0,1	-
Coûts unitaires de main-d'œuvre	0,9	1,7	-	2,5	2,6	3,2	3,6	-

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

L'accélération des hausses salariales enregistrée au premier semestre de l'année sous revue pourrait avoir été le reflet de certaines différences entre les taux de progression de l'emploi aux divers niveaux de salaires, des tensions qui règnent sur le marché du travail et de l'incidence directe ou indirecte des évolutions antérieures de l'IPCH. Mi-2008, compte tenu de la forte hausse des cours mondiaux des matières premières, des lourdes tensions sur le marché du travail et de la longueur du délai nécessaire pour que les fluctuations de l'activité économique exercent un effet décisif sur les coûts de

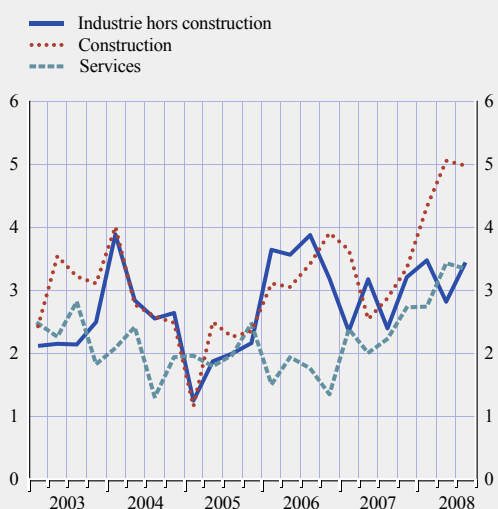
main-d'œuvre, le risque était élevé que des effets de second tour, dus plus particulièrement à l'indexation des salaires sur des taux d'inflation (temporairement) élevés, ne l'emportent sur tout éventuel effet modérateur que le ralentissement progressif de l'activité prévu à cette époque pourrait exercer sur les coûts salariaux.

Le rapide relâchement des tensions inflationnistes mondiales, au terme duquel l'IPCH global est redevenu inférieur à 2 % en décembre 2008, et la contraction brutale et plus vive qu'attendu de l'activité dans la zone euro ont considérablement réduit le risque que des effets de second tour généralisés ne se matérialisent. Les entreprises devaient mettre en œuvre des mesures destinées à contenir les coûts salariaux eu égard aux incertitudes planant sur les perspectives de la zone euro ; la rapide détérioration des conditions régnant sur le marché du travail a elle aussi contribué à alléger les pressions exercées sur les coûts salariaux.

Les données sectorielles montrent une certaine hétérogénéité des comportements d'un secteur à l'autre. Les taux de croissance de tous les indicateurs de coûts de main-d'œuvre ont été particulièrement élevés dans le secteur de la construction en 2008, traduisant peut-être certains effets de composition, les licenciements touchant surtout les bas salaires dans un contexte d'importantes différences régionales. La rémunération par tête dans le secteur des services a elle aussi fortement augmenté, en particulier dans les services non marchands (cf. encadré 26). Par contre, les coûts de

Graphique 26 Ventilation sectorielle de la rémunération par tête

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE
Note : Les données se rapportent à la zone euro intégrant la Slovaquie.

main-d'œuvre dans le secteur industriel n'ont en moyenne que modestement progressé et ont affiché un important degré de volatilité en 2008.

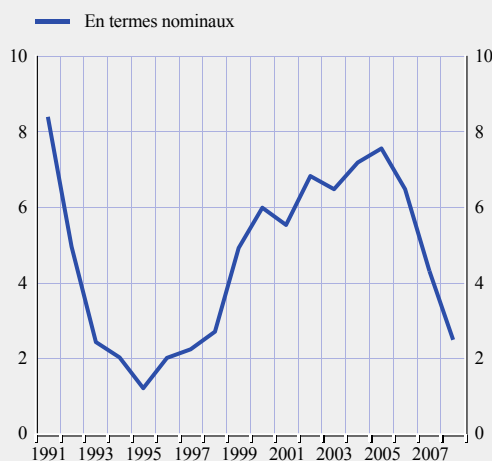
Compte tenu du ralentissement de l'activité et de l'incidence négative que celui-ci devrait exercer sur la productivité du travail, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont rapidement augmenté, écornant les marges bénéficiaires. La croissance annuelle de la productivité du travail est revenue à 0,2 % en moyenne durant les trois premiers trimestres de 2008 et a même été négative au troisième trimestre, alors que les taux de croissance annuels avoisinaient 1 % en moyenne en 2006-2007. Le taux de croissance annuel des coûts unitaires de main-d'œuvre est ainsi passé de 1,6 % au troisième trimestre 2007 à 3,6 % au quatrième trimestre 2008. Au cours des trois premiers trimestres 2008, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont progressé à un rythme annuel de 3,2 %, contre respectivement 1,7 % et 0,9 % en 2007 et en 2006. La rapide hausse de ces coûts a comprimé les bénéfices en 2008, les entreprises n'étant pas à même de répercuter la totalité de ces majorations de coûts. Un indicateur de marge de profit, mesuré par la différence entre le taux de croissance du déflateur du PIB et des coûts salariaux unitaires, fait état d'une chute des marges bénéficiaires après plusieurs années de hausse. Par rapport à l'année précédente, les marges se sont en moyenne rétrécies de 0,9 point de pourcentage durant les trois premiers trimestres 2008, alors qu'elles s'étaient élargies de 0,9 point de pourcentage durant la période correspondante de 2007.

NOUVEAU RALENTISSEMENT DE LA HAUSSE DES PRIX DE L'IMMOBILIER

La hausse des prix de l'immobilier résidentiel, qui n'entrent pas dans le calcul de l'IPCH, s'est tassée au premier semestre 2008, poursuivant ainsi la tendance à la décélération observée depuis le second semestre 2005. D'après les dernières estimations, le rythme annuel de croissance des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro s'est globalement infléchi, revenant à 2,7 % au premier semestre de 2008, contre 3,9 % pendant la seconde moitié de 2007 (cf. graphique 27). Les données nationales

Graphique 27 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 2008 portent sur le premier semestre de l'année.

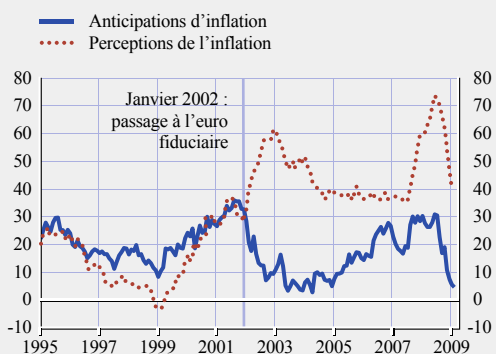
confirment que l'atténuation progressive de la montée des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro a été relativement généralisée au premier semestre 2008, nonobstant une certaine hétérogénéité entre les pays. Les hausses des prix de l'immobilier résidentiel se sont sensiblement atténuées en Belgique, en Espagne et en France par rapport à la période 2006-2007. Les prix de l'immobilier résidentiel ont commencé à reculer au second semestre 2007 en Irlande et au premier semestre 2008 à Malte. Toutefois, en Italie, aux Pays-Bas, au Portugal et en Autriche, les hausses des prix de l'immobilier résidentiel observées au premier semestre 2008 ont été globalement comparables à celles enregistrées en 2007. S'agissant de l'Allemagne, les données font état, au terme d'une période de modestes fluctuations, de légères hausses des prix de l'immobilier résidentiel en 2008.

ÉVOLUTIONS DES PERCEPTIONS ET ANTICIPATIONS D'INFLATION

La forte poussée de l'inflation globale au premier semestre 2008 a accru l'intérêt porté aux perceptions et anticipations d'inflation pour évaluer les évolutions futures de l'inflation. Mesurée par la Commission européenne, la

Graphique 28 Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs de la zone euro

(soldes d'opinions ; cvs)



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

Note : Les données se rapportent à la zone euro intégrant la Slovaquie.

perception qualitative de l'inflation par les consommateurs sur les douze mois écoulés a continué de s'accroître, atteignant mi-2008 des niveaux sensiblement supérieurs à ceux observés à la suite du passage à l'euro fiduciaire en janvier 2002 (cf. graphique 28).

Ces perceptions s'étaient quelque peu atténuées à la fin de l'année. De même, les anticipations d'inflation des consommateurs pour les douze mois à venir ont eu tendance à progresser (les anticipations dont l'enquête fait état doivent être jugées par rapport aux perceptions rapportées) durant les premiers mois de 2008, jusqu'à l'été, avant de converger vers des niveaux inférieurs à la fin de l'année. L'enquête de la Commission européenne fournit cependant une mesure des anticipations à court terme, largement conforme à l'inflation observée. Celle-ci n'évalue dès lors pas les anticipations à long terme, qui sont plus importantes pour l'élaboration de la politique monétaire. Les informations obtenues auprès des prévisionnistes professionnels indiquent que les anticipations d'inflation à long terme (dans cinq ans) tirées des enquêtes sont demeurées ancrées à des niveaux proches de 2 %, même si l'on a observé en milieu d'année des signes de mouvements à la hausse et d'aggravation des risques. Selon les résultats du Consensus économique, du baromètre de la zone euro et de

l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, ceux-ci se sont inversés par la suite. Les points morts d'inflation dérivés des obligations indexées sur l'inflation et des *swaps* dans la zone euro (sur la base du point mort d'inflation implicite anticipé à un an à l'horizon de quatre ans) se sont progressivement inscrits en hausse, dépassant 2,5 % mi-2008, avant de reculer à l'automne et de revenir aux alentours de 1,8 % en fin d'année. Ces mesures fondées sur le marché (en particulier celles fondées sur les obligations) ont toutefois été biaisées par des variations brutales des préférences des investisseurs et par des arbitrages de portefeuille. Globalement, mi-2008, plusieurs indicateurs fondés sur des enquêtes et sur le marché montraient qu'il y avait clairement un risque que les anticipations d'inflation n'aient plus été suffisamment ancrées, ce qui a exigé un signal clair mais mesuré de la part de la BCE ; à la fin de l'année, les anticipations d'inflation étaient revenues à des niveaux plus satisfaisants.

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

RALENTISSEMENT PRONONCÉ DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

La croissance du PIB en volume dans la zone euro a ralenti pour s'établir à 0,8 % en 2008, après avoir enregistré des taux de croissance soutenus de 2,7 % en 2007 et 3,0 % en 2006 (cf. tableau 3). Bien que l'année ait commencé sur un rythme de croissance relativement solide, l'activité s'est rapidement détériorée en milieu d'année en raison de l'affaiblissement de la demande intérieure et d'un ralentissement prononcé de l'économie mondiale. La fin de l'année a été marquée par une forte contraction de l'activité dans un contexte de recrudescence des turbulences financières et par un ralentissement quasiment sans précédent de l'activité et de la demande au niveau mondial.

Les taux de croissance trimestriels ont été affectés par certains facteurs techniques. La forte croissance du PIB, qui s'est élevée à 0,7 % au premier trimestre, a reflété en partie un hiver

Tableau 3 Structure de la croissance du PIB en volume

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

	Taux annuels ¹⁾									Taux trimestriels ²⁾				
	2006	2007	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2007	2008	2008	2008	2008	
				T4	T1	T2	T3	T4	T4	T1	T2	T3	T4	
Produit intérieur brut en volume	3,0	2,7	0,8	2,2	2,1	1,5	0,7	-1,2	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-1,5	
<i>dont :</i>														
Demande intérieure ³⁾	2,9	2,4	-	2,1	1,7	1,1	0,8	-	0,1	0,6	-0,3	0,4	-	
Consommation privée	2,1	1,7	-	1,3	1,3	0,4	0,1	-	0,2	0,0	-0,2	0,1	-	
Consommation publique	1,9	2,2	-	2,0	1,4	2,0	2,2	-	0,3	0,3	0,8	0,7	-	
Formation brute de capital fixe	5,8	4,2	-	3,2	3,7	2,6	0,9	-	1,0	1,4	-0,9	-0,6	-	
Variation des stocks ⁴⁾	0,0	0,0	-	0,2	-0,1	-0,2	0,1	-	-0,3	0,2	-0,2	0,4	-	
Exportations nettes ³⁾	0,2	0,3	-	0,1	0,4	0,4	-0,1	-	0,3	0,1	0,1	-0,6	-	
Exportations ⁵⁾	8,6	6,0	-	4,0	5,3	3,9	2,0	-	0,5	1,7	-0,1	0,0	-	
Importations ⁵⁾	8,4	5,4	-	3,9	4,4	3,1	2,2	-	-0,2	1,6	-0,5	1,4	-	
Valeur ajoutée brute en volume														
<i>dont :</i>														
Industrie hors construction	3,9	3,6	-	3,3	2,7	1,3	-1,1	-	0,5	0,2	-0,6	-1,3	-	
Construction	3,0	3,2	-	1,7	2,8	1,6	0,4	-	0,9	2,6	-1,8	-1,2	-	
Services purement marchands ⁶⁾	3,6	3,2	-	2,7	2,6	1,9	1,2	-	0,4	0,6	0,2	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 corrigées du nombre de jours ouvrés. Les données se rapportent à la zone euro intégrant la Slovaquie.

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

2) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

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

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

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

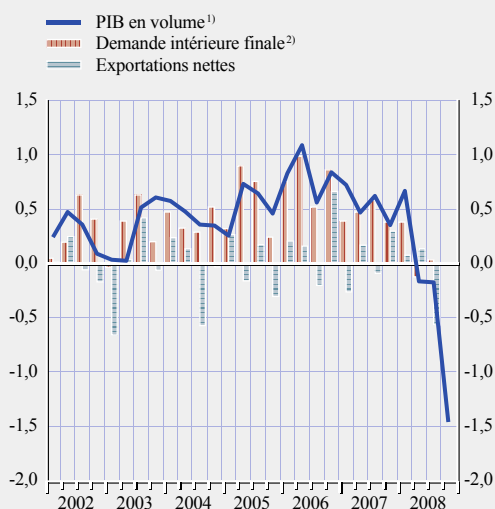
6) Comprend le commerce et les réparations, l'hôtellerie et la restauration, les transports et les communications, l'intermédiation financière, l'immobilier, la location et les services aux entreprises.

exceptionnellement clément dans de nombreux pays d'Europe qui a permis de relancer la construction et donc l'investissement, ainsi que la contribution positive à la croissance de la variation des stocks début 2008. Ces facteurs ont concouru à la contraction du PIB en glissement trimestriel de 0,2 % au deuxième trimestre 2008. En dépit de l'influence de ces facteurs, le premier semestre 2008 considéré dans son ensemble a été caractérisé par la poursuite du léger ralentissement de l'activité observé courant 2007, avec un repli de la croissance trimestrielle du PIB, de 0,5 % à 0,25 %. La croissance en glissement trimestriel au premier semestre de l'année a résulté pour moitié seulement de la demande intérieure, en raison d'une consommation particulièrement atone et d'un affaiblissement de l'investissement résidentiel, et pour l'autre moitié des exportations nettes.

Par ailleurs, des indices incontestables de contraction de la demande extérieure sont apparus durant l'été, au moment où l'économie

Graphique 29 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

2) Définie au sens de la demande intérieure hors variations des stocks

américaine accusait de nouveaux signes de faiblesse et où l'activité sur les marchés émergents (qui semblaient auparavant protégés des effets du ralentissement économique mondial) a décéléré (cf. graphique 29).

Depuis septembre 2008, l'intensification et la généralisation aussi soudaines qu'extraordinaires des turbulences sur les marchés de capitaux ainsi que l'incertitude accrue qui en découle ont conduit à une contraction rapide de l'économie du PIB de la zone euro (-1,5 % en glissement trimestriel). En présence d'un accès réduit et plus coûteux au financement, les entreprises ont commencé à réagir avec fermeté à la dégradation accélérée des carnets de commande en différant leurs plans d'expansion et en réduisant les stocks, tandis que les ménages ont accru leur épargne en réaction à une hausse de l'incertitude concernant les perspectives d'emploi à court terme et les effets de richesse négatifs.

RALENTISSEMENT GÉNÉRALISÉ DE LA CROISSANCE DU PIB

L'affaiblissement de la demande courant 2008 a été généralisé à toutes les composantes du PIB. La demande extérieure a reculé au moment où l'activité dans les économies développées décélérerait et où les marchés émergents étaient de plus en plus touchés par les turbulences financières. La demande intérieure a également accusé un ralentissement très sensible. La hausse des prix des matières premières a fortement affecté le revenu réel des ménages au premier semestre de l'année, tandis que le tassement de l'activité sur les marchés de l'immobilier a conduit à un déclin rapide de l'investissement résidentiel. La dissipation des tensions sur les capacités productives, le regain d'incertitude et des conditions de financement plus strictes ont provoqué une réduction des investissements par les entreprises.

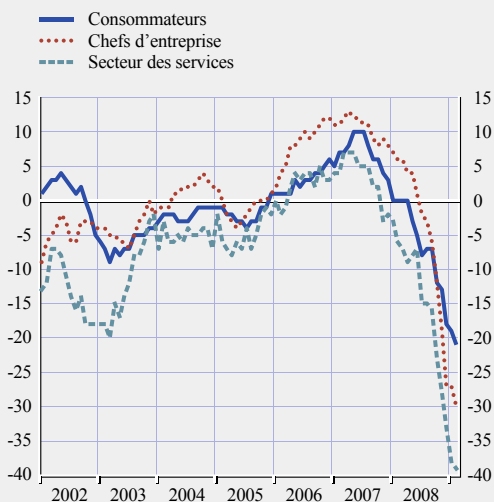
En raison d'une faible croissance du revenu réel, d'une baisse du patrimoine financier, d'un durcissement des conditions d'octroi des crédits et d'une détérioration des perspectives sur le marché du travail, les dépenses des ménages se sont considérablement réduites

au cours de l'année, la consommation privée progressant de quelque 0,6 % sur l'ensemble de l'année 2008 (ce qui est entièrement dû à l'incidence de l'acquis de croissance de 2007 sur le taux de croissance annuel, puisqu'en 2008 la consommation n'a augmenté que sur un seul trimestre), alors qu'elle avait été en hausse de 1,7 % en 2007. Bien que la progression du revenu nominal des ménages se soit raisonnablement maintenue durant la majeure partie de l'année en raison de la croissance soutenue des rémunérations (résultant de l'accélération de la rémunération par tête et d'un marché de l'emploi toujours solide), l'accélération de la hausse de l'IPCH a exercé de fortes pressions sur le revenu réel disponible des ménages. D'importantes augmentations des prix des matières premières ont renchéri le panier de consommation standard des ménages et la croissance annuelle de leur revenu réel disponible est tombée à son plus bas niveau depuis 2003 (à environ 0,7 % en moyenne sur les trois premiers trimestres 2008). Les ménages ont réagi avec prudence, choisissant de réduire leurs dépenses plutôt que de lisser leur niveau de consommation et de réduire leur épargne.

Bien que le cycle récent soit généralement caractérisé par des dépenses relativement modérées de la part des ménages, les turbulences financières actuelles ont probablement constitué un facteur supplémentaire expliquant la réticence des ménages à consommer. D'importantes baisses du patrimoine financier, provoquées par l'effondrement des marchés boursiers, ont amené les ménages (soit qu'ils aient considéré certaines pertes comme définitives, soit que leur incertitude quant aux perspectives économiques ait augmenté) à réduire leurs dépenses et à se constituer une épargne de précaution. La détérioration des perspectives sur le marché du travail a également contribué au repli de la confiance des consommateurs. Les indicateurs de confiance des consommateurs, qui avaient atteint un pic mi-2007, sont retombés à leur moyenne de long terme durant les premiers mois de 2008, puis se sont fortement dégradés pour s'établir à des niveaux très bas en fin d'année (cf. graphique 30).

Graphique 30 Indicateurs de confiance

(soldes d'opinions ; cvs)



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

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

La croissance de l'investissement total a fortement baissé pour s'inscrire à quelque 0,6 % en 2008, après deux années de croissance soutenue (5,8 % en 2006 et 4,2 % en 2007), des contractions en glissement trimestriel sur les trois derniers trimestres ayant contrebalancé l'acquis de croissance positif de 2007 et le taux élevé enregistré au premier trimestre sous l'effet de conditions météorologiques exceptionnellement clémentes (entraînant par la suite une baisse quasi-mécanique des données du deuxième trimestre). Cette décélération a été encore plus marquée pour l'investissement résidentiel que pour les autres investissements privés.

En effet, l'investissement immobilier s'est contracté en 2008, après la fin de la phase d'expansion du cycle de la construction résidentielle en 2007 dans un contexte de ralentissement de la croissance des prix de l'immobilier. Cette décélération a été en général plus prononcée dans les pays qui avaient connu une croissance très rapide les années

précédentes. L'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire a également fait état d'une baisse considérable de la demande de prêts au logement depuis le début des turbulences sur les marchés de capitaux à l'été 2007, reflétant le ralentissement du marché de l'immobilier résidentiel. Dans le même temps, un durcissement substantiel des critères d'octroi des prêts a pu être observé.

L'investissement des entreprises, qui s'était développé à un rythme soutenu en 2007, reflétant une forte rentabilité et un taux élevé d'utilisation des capacités de production, a lui aussi accusé un net ralentissement en 2008 en se contractant au second semestre après un premier semestre dynamique. Ce renversement de tendance s'explique, à des degrés divers, par un affaiblissement de la demande, avec pour corollaire la diminution des tensions sur les capacités productives, par une baisse de la rentabilité liée à la répercussion incomplète du choc affectant les cours des matières premières au premier semestre et à la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre en cours d'année, ainsi que par des critères d'octroi des prêts plus stricts.

Le durcissement des conditions de financement qui se poursuit depuis le début des turbulences s'est brusquement accentué en septembre 2008, poussant considérablement à la hausse le coût des financements de marché ainsi que le coût réel global du financement (indicateur agrégé qui comprend les coûts de la dette de marché, des actions et du financement bancaire). Néanmoins, la part des entreprises évoquant le financement comme un facteur limitant la production est restée faible en 2008. En effet, l'impact du durcissement des critères d'octroi de crédit a eu tendance à se manifester avec un décalage car les entreprises ont pu s'appuyer sur les lignes de crédit déjà accordées, et par ailleurs la capacité d'autofinancement est restée élevée. De plus, la part des entreprises industrielles mentionnant le manque d'équipements ou de place comme facteur limitant la production a fortement baissé après avoir atteint un pic au troisième trimestre 2007, tandis que le taux d'utilisation des capacités de production industrielles est

revenu à son niveau moyen de long terme en octobre 2008. Les entreprises ont été également confrontées à une incertitude accrue concernant les perspectives économiques, comme en témoignent l'exceptionnelle volatilité sur les marchés de capitaux, particulièrement au cours des derniers mois de 2008, et la dispersion exceptionnellement forte des prévisions de croissance du PIB dans l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2008.

La croissance des exportations de la zone euro a connu un ralentissement marqué en 2008, revenant à 1,8 % environ en rythme annuel, contre 6,0 % en 2007, et devenant négative au cours des trois derniers trimestres de l'année. L'environnement extérieur s'est détérioré de manière significative en 2008, aggravé par la crise financière, avec un ralentissement de la croissance dans les économies développées et une propagation des difficultés aux économies émergentes. Durant les derniers mois de l'année, plusieurs indicateurs tirés d'enquêtes relatives aux carnets de commandes et aux carnets de commandes à l'exportation dans l'industrie sont tombés à des niveaux historiquement bas. Les importations de la zone euro ont également fléchi en 2008, reflétant l'atonie de la demande intérieure. Les échanges extérieurs nets ont eu un impact neutre sur la croissance en 2008, après deux années de contributions positives, les chiffres fortement négatifs du second semestre neutralisant les chiffres positifs enregistrés au premier semestre et l'acquis de croissance de 2007.

D'un point de vue sectoriel, le ralentissement de l'activité a été généralisé, quoique plus marqué dans le secteur industriel, qui fait généralement preuve d'une plus grande

sensibilité aux cycles économiques. L'activité manufacturière a baissé de manière brutale au second semestre, en particulier dans le secteur des biens d'équipement, qui a été affecté par l'affaiblissement de la demande extérieure, une diminution rapide des commandes en attente et une forte réduction de l'activité dans l'industrie automobile. L'activité dans la construction est restée très faible, en dépit d'une accélération temporaire au premier trimestre due à des conditions météorologiques favorables, la détérioration régulière dans le secteur de la construction résidentielle ayant été particulièrement accusée dans certains pays. Quoique plus résistant, le secteur des services a connu son plus faible rythme d'expansion depuis 2004, dans un contexte de morosité de la consommation privée et de ralentissement de l'activité.

AFFAIBLISSEMENT DU MARCHÉ DU TRAVAIL

La situation sur le marché du travail de la zone euro s'est détériorée en 2008, après deux années d'améliorations substantielles.

Au cours des années précédentes, les marchés du travail de la zone euro avaient affiché de très bonnes performances, avec de fortes augmentations de l'emploi, une hausse des taux d'activité, un faible taux de chômage, celui-ci revenant, début 2008, à son niveau le plus bas depuis les années quatre-vingt (7,3 %). Ainsi, fin 2007, la situation sur les marchés du travail était particulièrement tendue et les pressions sur les salaires commençaient à apparaître. Cependant, ces tendances se sont inversées courant 2008, avec une contraction de l'emploi au second semestre de l'année et une augmentation du taux de chômage à partir du second semestre, mouvement qui s'est accéléré vers la fin de l'année (cf. encadré 5).

Encadré 5

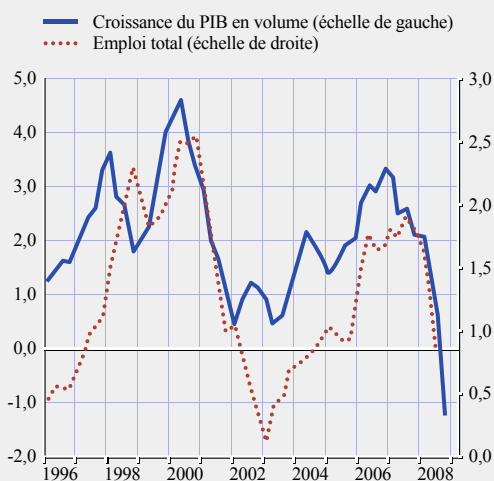
LES ÉVOLUTIONS DU MARCHÉ DU TRAVAIL DANS LA ZONE EURO EN 2008

Après trois années de croissance soutenue de l'emploi et de recul rapide du chômage, les marchés du travail de la zone euro ont connu un net ralentissement en 2008. Le chômage a commencé à augmenter au deuxième trimestre de l'année, ressortant à 8,1 % à fin 2008, tandis que le rythme de progression annuel de l'emploi ralentissait pour s'inscrire à 0,8 % au troisième trimestre, soit plus d'un point de pourcentage au-dessous de sa moyenne de l'année précédente. Cet encadré examine les facteurs à l'origine du retournement de tendance sur le marché du travail de la zone euro.

Généralement, les évolutions des variables du marché du travail ont tendance à réagir à celles de l'activité économique avec un certain décalage. Le graphique A montre que la progression de l'emploi accuse clairement un retard par rapport à la croissance économique. Face aux prémices d'un recul de la demande, les entreprises ne savent pas si cette baisse est temporaire ou si elle risque d'être plus durable. Elles ont donc tendance à réagir en maintenant les niveaux de la production et de l'emploi, ce qui entraîne un gonflement des stocks de produits invendus. Si, avec le temps, le recul de la demande devient plus persistant, les entreprises doivent interrompre l'accumulation excessive de stocks et commencer à réduire la production. Toutefois, elles maintiennent encore généralement les niveaux d'emploi. Lorsque les employeurs sont dans l'incertitude quant à l'intensité ou à la durée du ralentissement, ils sont plus susceptibles d'ajuster le facteur travail en modifiant le nombre d'heures travaillées plutôt que le nombre de personnes employées. Les raisons pour cela sont claires : compte tenu de l'importance des coûts de recrutement, de formation et de licenciement, les entreprises sont réticentes à renoncer tout simplement à leur investissement en personnel jusqu'à ce qu'elles soient convaincues du caractère durable du ralentissement des marchés de produits. Par conséquent, les entreprises préfèrent maintenir le niveau d'emploi et réduire la production en abaissant le niveau d'utilisation des capacités de production (en réduisant, par exemple, le nombre d'heures travaillées ou la production par travailleur). Bien

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

(variations annuelles en pourcentage)

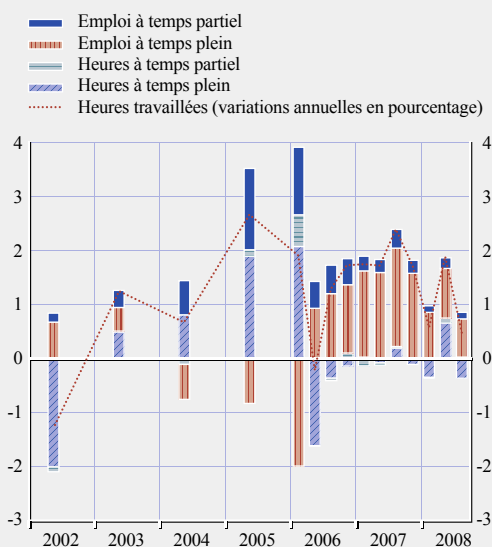


Source : Eurostat

que cela n'apparaisse pas d'emblée au travers des données trimestrielles les plus récentes (en raison d'un effet de distorsion lié au calendrier précoce des fêtes de Pâques en 2008), un certain ralentissement du rythme de croissance des heures travaillées semble être intervenu en 2008 (cf. graphique B). Si l'on considère le nombre moyen d'heures travaillées au premier semestre 2007 et au premier semestre 2008, on constate un net fléchissement du taux de croissance du nombre total d'heures travaillées (revenu de 1,7 % environ, en rythme annuel, au premier semestre 2007 à un niveau à peine supérieur à 1,2 % au premier semestre 2008 ; cf. la courbe en pointillés). De plus, en 2008, ce sont les heures travaillées plutôt que le niveau de l'emploi qui ont joué un rôle croissant dans la détermination des évolutions de la hausse du nombre total d'heures travaillées par rapport aux années antérieures.

Graphique B Ventilation de la croissance du nombre d'heures travaillées

(en points de pourcentage, sauf indication contraire)



Source : Eurostat

Une baisse significative des niveaux d'emploi n'est observée que lorsque les entreprises, anticipant que la diminution de la demande et la nécessaire réduction de la production seront durables et importantes, cherchent à réduire leurs coûts de main-d'œuvre. Une détérioration marquée de la demande de travail a tendance à affecter d'abord les catégories de travailleurs dont les conditions de travail sont plus flexibles, comme les travailleurs temporaires, qu'il est moins coûteux de licencier. Il existe aujourd'hui de nombreux éléments empiriques attestant que les évolutions de l'emploi temporaire présentent des profils différents de celles de l'emploi permanent dans les périodes de fléchissement de l'activité et de recul conjoncturel¹. Comme cela se produit souvent au cours des premiers stades d'un ralentissement économique, en 2008, la croissance de l'emploi temporaire a fléchi plus rapidement que celle de l'emploi permanent (cf. graphique C).

Une augmentation du travail à temps partiel peut également être observée lors d'un recul conjoncturel et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, un affaiblissement de l'activité économique peut entraîner des modifications de la structure de l'économie, comme un déplacement vers les secteurs qui recourent traditionnellement davantage aux emplois à temps partiel. Deuxièmement, les employeurs sont susceptibles de modifier les heures travaillées en fonction des modifications de la demande adressée à la production, de telle sorte que des emplois précédemment à temps plein sont transformés en emplois à temps partiel². Troisièmement, les travailleurs qui préféreraient travailler à temps plein peuvent être obligés d'envisager un emploi à temps partiel car ils ne trouvent pas de poste répondant à leurs aspirations. Enfin, des travailleurs supplémentaires pourraient entrer sur le marché du travail, certaines personnes prenant un emploi à temps partiel comme salaire d'appoint afin de compenser le chômage ou le sous-emploi du principal apporteur de revenu du ménage³. Toutefois, ces effets conjoncturels ne sont pas toujours aisément identifiables dans les données, la croissance de l'emploi à temps partiel ayant clairement suivi une orientation à la hausse sur le long terme dans la zone euro, essentiellement en raison des réformes du marché du travail destinées à favoriser une augmentation du taux d'activité (cf. graphique D).

En même temps, l'offre potentielle de travail va probablement progresser moins rapidement en raison du ralentissement économique. En voyant diminuer le nombre d'emplois disponibles certains travailleurs sont dissuadés de rechercher un emploi, le phénomène est bien connu.

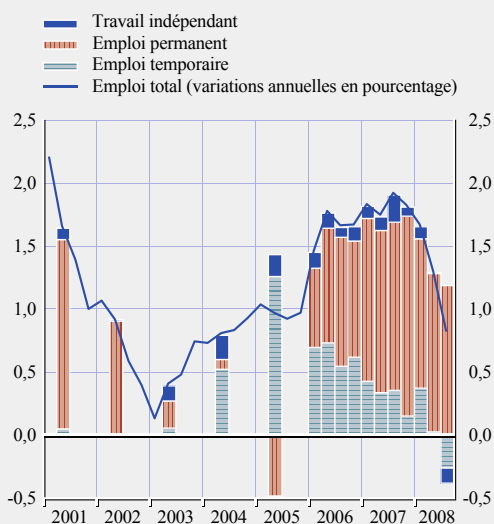
1 Cf., par exemple, S. Bentolila et G. Saint-Paul, *The macroeconomic impact of flexible labor contracts, with an application to Spain*, *European Economic Review*, vol. 36, 1992 ; B. Holmlund et D. Storrie, *Temporary work in turbulent times: the Swedish experience*, *Economic Journal*, vol. 112, juin 2002

2 Pour l'essentiel, l'Enquête d'Eurostat sur les forces de travail distingue l'emploi à temps plein de l'emploi à temps partiel sur la base des estimations des déclarants.

3 Cf., par exemple, H. Buddelmeyer *et al.*, *Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis*, document de travail de la BCE n° 872, février 2008

Graphique C Répartition de la croissance de l'emploi par type de contrat

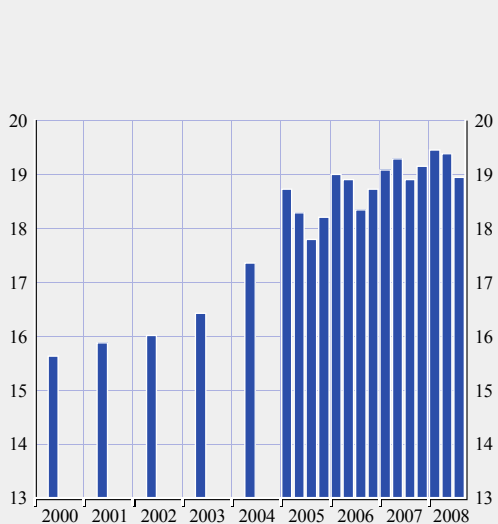
(en points de pourcentage, sauf indication contraire)



Source : Eurostat

Graphique D Emploi à temps partiel dans la zone euro

(en pourcentage de l'emploi total)



Source : Eurostat

La nature du ralentissement actuel pourrait entraîner une nouvelle répartition des travailleurs au détriment des secteurs les plus touchés (comme les services financiers, l'immobilier et la construction, ainsi que l'industrie automobile), mais l'inadéquation de l'emploi qui en résulterait (les travailleurs ayant besoin de temps pour se reconvertir) pourrait se traduire par une réduction de l'offre de main-d'œuvre. À plus long terme, les reculs conjoncturels peuvent avoir un effet pernicieux sur la croissance de l'offre de main-d'œuvre en raison de l'atrophie des compétences. Ce problème devient particulièrement aigu si les personnes restent sans emploi sur une longue durée : plus leur période de chômage se prolonge, plus elles se retrouvent déphasées par rapport au marché du travail. Étant donné leurs difficultés croissantes à trouver un emploi, le chômage de longue durée a tendance à augmenter.

Dans ces circonstances, les mesures relatives au marché du travail doivent éviter une détérioration structurelle des niveaux de chômage et une réduction du taux d'activité à long terme. Ces mesures doivent comporter des stratégies visant à favoriser la flexibilité des salaires et à encourager la modération salariale, notamment par la suppression ou la refonte des mécanismes d'indexation des salaires. Elles permettraient de réduire les tensions sur les coûts des entreprises, d'améliorer la compétitivité et de soutenir l'emploi. Des réformes améliorant l'efficacité et l'efficience des politiques actives du marché du travail faciliteraient la reconversion des chômeurs et leur accès à de nouveaux emplois. S'agissant des emplois occupés, des politiques permettant une plus grande flexibilité dans le réglage fin des heures travaillées donneraient une plus grande marge de manœuvre aux entreprises pour réduire le nombre d'heures travaillées sans perte de capital humain due à des licenciements. Les réformes des marchés du travail doivent être mises en œuvre afin d'améliorer la résistance de l'économie de la zone euro à la crise et de créer un environnement propice à la reprise ainsi qu'à la croissance économique à long terme et à la création d'emplois.

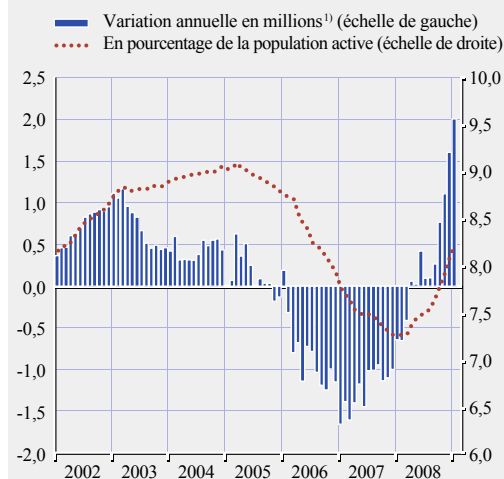
D'un point de vue sectoriel, l'emploi dans le secteur de la construction s'est contracté à un rythme annuel de 2,7 % au troisième trimestre 2008, après avoir progressé au rythme très élevé de 3,9 % en 2007 (cf. tableau 4). L'emploi dans l'industrie hors construction a augmenté au premier semestre de l'année, poursuivant un profil d'évolution inhabituel qui avait débuté en 2007 après des années de pertes d'emplois. Toutefois, le marché s'est retourné au second semestre pour renouer avec sa tendance historique à la baisse. La croissance de l'emploi dans le secteur des services a été relativement solide, enregistrant un taux de progression de 1,6 % en rythme trimestriel annualisé au premier semestre de l'année.

En 2008, l'augmentation mensuelle du nombre de chômeurs s'est établie à quelque 170 000 en moyenne. En décembre 2008, le taux de chômage standardisé atteignait 8,1 % (cf. graphique 31).

La croissance de la productivité du travail, calculée en divisant le PIB par l'emploi total, est pratiquement tombée à zéro en moyenne en 2008 (des baisses ayant été enregistrées au second semestre), alors qu'elle était de 1 % en 2007. Cette forte diminution est due principalement au cycle d'activité. Il est coûteux

Graphique 31 Chômage

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat

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

pour les entreprises de recruter et de licencier du personnel, en particulier les salariés en contrat à durée indéterminée, car cela entraîne souvent de lourdes pertes en capital humain spécifique à l'entreprise. Dans un premier temps, elles peuvent donc conserver leurs salariés au début d'une phase de ralentissement

Tableau 4 Évolutions du marché du travail

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

	2005	2006	2007	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007	2008	2008	2008
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Population active	1,0	1,0	0,9	0,3	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1
Emploi	1,0	1,6	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,0
Agriculture ¹⁾	-0,7	-1,9	-1,2	0,8	-1,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0	-0,4	0,5	-1,2	-0,8
Industrie ²⁾	-0,0	0,6	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,7
- hors construction	-1,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,3
- construction	2,7	2,7	3,9	0,5	0,8	1,5	1,8	0,6	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-1,5
Services ³⁾	1,4	2,2	2,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2
Taux de chômage⁴⁾													
Total	9,0	8,4	7,5	8,5	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6
Moins de 25 ans	17,5	16,3	14,9	16,5	15,9	15,9	15,2	14,8	14,8	14,7	14,6	15,1	15,5
25 ans et plus	7,9	7,4	6,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les données se rapportent à la zone euro intégrant la Slovaquie.

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

si elles s'attendent à ce qu'il soit modéré ou relativement passager, ou bien si elles préfèrent attendre pour constater son ampleur.

2.5 LES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

INVERSION DES SITUATIONS BUDGÉTAIRES EN 2008

Les résultats budgétaires relativement favorables obtenus ces dernières années se sont en partie inversés en 2008 avec le développement de la crise financière et la dégradation rapide de l'environnement

macroéconomique. Selon les prévisions intermédiaires de la Commission européenne de janvier 2009, le solde budgétaire moyen des administrations publiques dans la zone euro s'est détérioré, passant de -0,6 % du PIB en 2007 à -1,7 % en 2008 (cf. tableau 5). L'augmentation du déficit est imputable à une diminution des recettes, due également aux réductions d'impôts et à la hausse des dépenses primaires, dans un contexte de ralentissement de l'activité économique. Les interventions des pouvoirs publics pour stabiliser le système financier ont exercé une incidence négligeable sur le déficit de 2008.

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

	2006	2007	2008
Belgique	0,3	-0,3	-0,9
Allemagne	-1,5	-0,2	-0,1
Irlande	3,0	0,2	-6,3
Grèce	-2,8	-3,5	-3,4
Espagne	2,0	2,2	-3,4
France	-2,4	-2,7	-3,2
Italie	-3,4	-1,6	-2,8
Chypre	-1,2	3,4	1,0
Luxembourg	1,3	3,2	3,0
Malte	-2,3	-1,8	-3,5
Pays-Bas	0,6	0,3	1,1
Autriche	-1,5	-0,4	-0,6
Portugal	-3,9	-2,6	-2,2
Slovaquie	-3,5	-1,9	-2,2
Slovénie	-1,2	0,5	-0,9
Finlande	4,1	5,3	4,5
Zone euro	-1,3	-0,6	-1,7

Dette brute des administrations publiques

	2006	2007	2008
Belgique	87,8	83,9	88,3
Allemagne	67,6	65,1	65,6
Irlande	24,7	24,8	40,8
Grèce	95,9	94,8	94,0
Espagne	39,6	36,2	39,8
France	63,6	63,9	67,1
Italie	106,9	104,1	105,7
Chypre	64,6	59,4	48,1
Luxembourg	6,6	7,0	14,4
Malte	63,8	61,9	63,3
Pays-Bas	47,4	45,7	57,3
Autriche	62,0	59,5	59,4
Portugal	64,7	63,6	64,6
Slovaquie	30,4	29,4	28,6
Slovénie	26,7	23,4	22,1
Finlande	39,2	35,1	32,8
Zone euro	68,3	66,1	68,7

Source : Commission européenne

Notes : Les données sont basées sur les définitions du SEC 95. Dans les prévisions de la Commission européenne, la moyenne de la zone euro intègre la Slovaquie, qui a rejoint la zone euro le 1^{er} janvier 2009.

En Irlande, en Grèce, en Espagne, en France et à Malte, le déficit budgétaire a dépassé la valeur de référence de 3 % du PIB en 2008, tandis qu'en 2007, seule la Grèce affichait un dépassement. Le déficit de la Grèce pour 2007 a été révisé à la hausse à 3,5 % du PIB, selon la validation par Eurostat de la notification de l'automne 2008, contre 2,8 % dans la notification du printemps 2008. Cette révision résulte de la correction de l'enregistrement des subventions de l'UE et de l'amélioration de la couverture des fonds extrabudgétaires, des administrations locales et de sécurité sociale. En comparant les chiffres 2008 avec les cibles inscrites dans les programmes de stabilité actualisés fin 2007 et début 2008, le solde budgétaire moyen de la zone euro s'est dégradé de 0,8 point de pourcentage du PIB.

Sous l'effet de la détérioration économique et budgétaire et des interventions des

gouvernements visant à stabiliser le système financier, le ratio moyen de dette publique dans la zone euro est passé de 66,1 % du PIB en 2007 à 68,7 % en 2008. L'augmentation de la dette pourrait même se révéler plus importante, en fonction du classement statistique par Eurostat des opérations de sauvetage financier, qui n'est pas encore finalisé (cf. encadré 7). En particulier, la dette publique s'est sensiblement accrue dans les pays qui ont engagé des interventions importantes auprès des institutions financières ou qui ont connu un ralentissement macroéconomique prononcé. Le taux de croissance annuel des émissions de titres par les administrations publiques de la zone euro en 2008 a nettement progressé par rapport à 2007, mais les écarts de rendement sur les obligations souveraines par rapport à l'Allemagne se sont fortement accrus dans certains pays (cf. encadré 6).

Encadré 6

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

Le taux de croissance annuel de l'encours des titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro s'est établi à 8,0 % en 2008. Bien que très supérieur au taux de 2,8 % enregistré en 2007 (cf. tableau A)¹, il est néanmoins comparable à ceux observés durant les précédentes phases de ralentissement de la croissance économique. Cette progression des émissions nettes de titres de créance des administrations publiques, conjuguée au fort ralentissement de la croissance du PIB en 2008, se reflète également dans la détérioration du ratio de dette publique de la zone euro, qui est passé de 66,1 % en 2007 à 68,7 % en 2008².

Une analyse de la structure des émissions nettes en 2008 révèle que l'activité sur le marché primaire des titres de créance à court terme a été particulièrement soutenue dans la zone euro. Cette évolution résulte notamment de la pentification de la courbe des rendements en 2008, qui rend comparativement moins coûteux le financement à court terme. Il s'agit là d'une caractéristique commune à d'autres épisodes de ralentissement économique s'accompagnant d'une diminution des taux d'intérêt à court terme. En conséquence, la dette à long terme a

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 tableaux 4.3 et 4.4 de la partie *Statistiques de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE

2 À partir de janvier 2009, l'incidence directe potentielle, sur la dette des administrations publiques de la zone euro, des mesures de soutien du secteur bancaire annoncées par les gouvernements a été estimée à 284,6 milliards d'euros (environ 3 % du PIB de la zone euro).

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)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total administrations publiques	3,4	2,7	3,3	5,0	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,0
<i>Long terme</i>	5,6	3,6	2,8	3,9	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,6
Taux fixe		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,6
Taux variable		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4	3,5
<i>Court terme</i>	-16,5	-7,1	8,7	18,5	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,6

Source : BCE

représenté 88,7 % environ de l'encours des titres de créance en 2008, son plus bas niveau depuis le démarrage de la phase III de l'UEM (cf. tableau B).

Le graphique A décompose la variation des paiements d'intérêts de la manière suivante : (1) un effet imputable aux variations de la dette publique, (2) un effet résultant des modifications de taux d'intérêt et (3) un effet croisé résiduel³. Les charges d'intérêts ont augmenté de 0,2 point de pourcentage du PIB environ en 2008, essentiellement sous l'effet de l'accroissement du niveau de la dette, l'incidence de la baisse des taux d'intérêt et des effets croisés ayant été marginale.

À la suite des évolutions résultant du déclenchement des turbulences financières en août 2007, les écarts de rendement entre les emprunts publics à long terme allemands et ceux des autres pays de la zone euro se sont fortement creusés en 2008, notamment au second semestre. C'est ce qu'illustre le graphique B, qui présente les écarts de rendement entre l'Allemagne et huit pays de la zone euro (Belgique, Espagne, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas et Portugal). Les écarts

3 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).

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

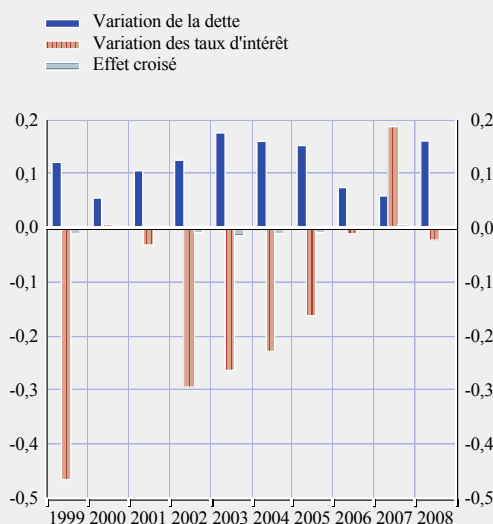
(en pourcentage du total des titres de créance émis par les administrations publiques ; données de fin de période)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Administrations centrales	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5
<i>Titres à long terme</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,7
<i>Titres à court terme</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8
Autres administrations publiques	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5
<i>Titres à long terme</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0
<i>Titres à court terme</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Total administrations publiques										
<i>Long terme</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,7
Taux fixe	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3	79,9
Taux variable	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	7,8
<i>Court terme</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,3
Total administrations publiques en milliards d'euros	3 453,4	3 549,1	3 775,5	3 949,4	4 151,7	4 386,7	4 604,8	4 706,6	4 836,7	5 239,6

Source : BCE

Graphique A Décomposition de la variation de la charge d'intérêts pour la période 1999-2008

(en pourcentage du PIB ; données annuelles)



Source : Commission européenne (base de données AMECO)

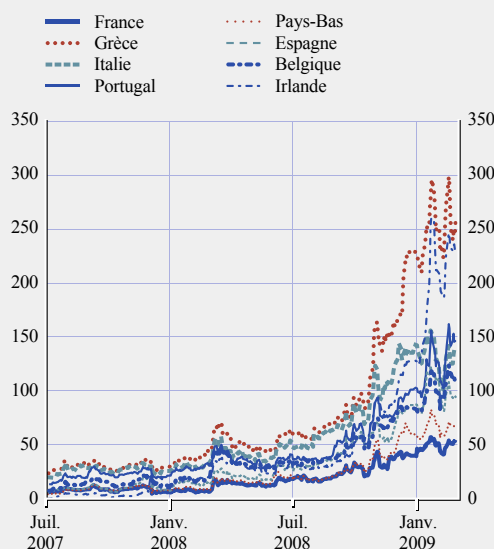
entre les rendements des emprunts publics des différents pays de la zone euro servent, en définitive, d'indicateur des primes de risque de crédit et de liquidité.

En premier lieu, face à l'intensification des turbulences financières au second semestre 2008, le sommet des pays de la zone euro qui s'est tenu à Paris le 12 octobre 2008 s'est conclu par l'annonce de mesures de soutien coordonnées, notamment l'octroi de garanties publiques sur la dette bancaire, la recapitalisation des banques et l'achat ferme des actifs risqués des banques. La charge budgétaire attendue de ces mesures a probablement accentué la perception de la probabilité de défaut sur les obligations souveraines. Les primes de risque ont augmenté dans l'ensemble des pays de la zone euro, à des degrés divers toutefois, comme le montre le graphique C, qui illustre les écarts de taux des swaps sur défaut (*credit default swaps* – CDS) souverains⁴.

4 Les écarts de taux des *swaps* sur défaut souverains présentent l'avantage de ne pas être faussés par les changements des obligations de référence des pays concernés, de n'être affectés par aucun risque de transformation, et d'avoir une plus forte réactivité aux évolutions du marché.

Graphique B Écarts de rendement des emprunts publics par rapport aux emprunts publics allemands

(données quotidiennes ; en points de base)

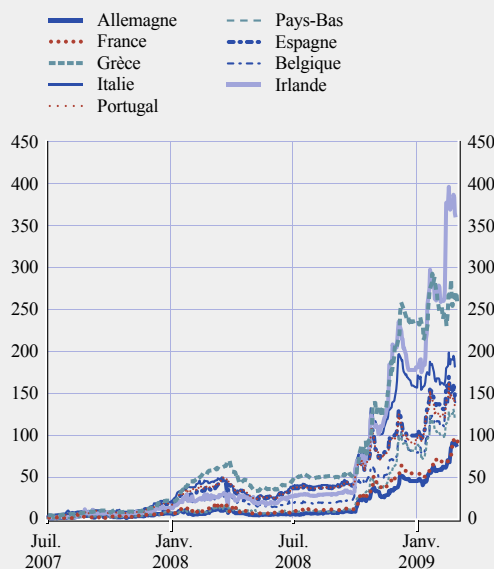


Source : Thomson Financial Datastream

Note : Emprunts publics à dix ans

Graphique C Swaps sur défaut (CDS) souverains

(données quotidiennes ; en points de base)



Source : Thomson Financial Datastream

Note : CDS à cinq ans

En second lieu, durant la majeure partie de 2008, l'évolution des rendements des emprunts publics dans la zone euro a reflété le report des investisseurs vers les valeurs sûres (*flight-to-quality*). Ce processus s'est également caractérisé par une sélectivité croissante de la part des investisseurs dans le cadre de ces reports. Les emprunts publics allemands sont généralement considérés comme étant les plus liquides de la zone euro ; de ce fait, ils ont attiré la plupart des mouvements de repli vers les valeurs sûres, ce qui explique en partie le creusement des écarts de rendement souverains avec l'Allemagne, même dans les pays où les perspectives budgétaires sont jugées identiques, voire meilleures⁵.

5 Cf. l'encadré intitulé *Récemment élargissement des écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de novembre 2008

Selon les estimations de la Commission européenne, le solde budgétaire structurel moyen (ajusté du cycle et déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires) dans la zone euro s'est dégradé en 2008 de 0,7 point de pourcentage, à - 2,3 % du PIB. La détérioration des soldes structurels s'est élevée à plus de la moitié de l'augmentation du déficit public moyen, ce qui semble indiquer que la situation conjoncturelle (en moyenne) a eu une incidence plus limitée. Il y a eu également un « effet de composition » favorable. La croissance des traitements et salaires générateurs d'impôts et de la consommation privée (nominale) a continué de soutenir les recettes fiscales, malgré la dégradation globale de la situation économique. Toutefois, il convient de noter que les estimations de soldes structurels sont sujettes à une grande incertitude dans le contexte actuel et pourraient notamment être révisées ultérieurement. S'agissant des différents pays, seuls Chypre, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Finlande ont atteint leur objectif budgétaire à moyen terme, tandis que l'Espagne et la Slovaquie s'en sont éloignées.

MESURES PRISES EN RÉPONSE À LA CRISE FINANCIÈRE ET AU RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE

En octobre 2008, les pays de la zone euro et le Royaume-Uni sont convenus d'une action coordonnée pour stabiliser le secteur financier, notamment la recapitalisation des institutions financières ainsi que la garantie des dépôts et des prêts, qui a été ensuite approuvée par le Conseil européen. L'incidence de ces interventions sur les finances publiques de la zone euro est difficile à évaluer (cf. encadré 7). Au 1^{er} janvier 2009, l'incidence directe potentielle des mesures de soutien du secteur bancaire annoncées par les gouvernements sur la dette des administrations publiques de la zone euro était estimée à 284,6 milliards d'euros (environ 3 % du PIB de la zone euro), et sur les engagements budgétaires conditionnels des États à 19 % environ. L'incidence de ces interventions sur les déficits publics de la zone euro en 2008 était considérée comme négligeable.

Encadré 7

LES CONSÉQUENCES STATISTIQUES COMPTABLES DE LA CRISE FINANCIÈRE SUR LE DÉFICIT PUBLIC ET LA DETTE PUBLIQUE

En réaction à la crise financière mondiale et à ses conséquences pour les institutions financières européennes, les gouvernements, les banques centrales et d'autres autorités publiques d'Europe ont pris des mesures visant à stabiliser les marchés de capitaux et l'économie en général. Elles comportent notamment des mesures de nationalisation (partielle), d'injections de capitaux

(recapitalisations), d'achat et/ou d'échange d'actifs financiers et de fourniture de garanties (sur les dépôts et les émissions de titres de créance des banques ainsi que sur les prêts interbancaires).

Le déficit et la dette des administrations publiques, qui constituent des variables budgétaires clés faisant l'objet d'un suivi en vertu du Pacte de stabilité et de croissance, sont enregistrés conformément aux règles statistiques européennes du Système européen des comptes (SEC 95) et du Manuel SEC 95 pour le déficit public et la dette publique. La Commission européenne (Eurostat) a développé la méthodologie relative à l'enregistrement des opérations des administrations publiques précitées, sur la base du SEC 95 et du Manuel, afin de veiller à la cohérence et à l'homogénéité des données relatives au déficit et à la dette publics d'un État membre à l'autre. Dans le cadre de ce processus, Eurostat a consulté le Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements (le CMFB, composé de représentants des instituts nationaux de statistique et des banques centrales nationales des États membres de l'UE, ainsi que de la Commission européenne et de la BCE) pour déterminer les modalités d'application des règles comptables. Dans chaque cas, un certain nombre de questions doivent être renseignées pour déterminer le traitement comptable adéquat.

- Les entités créées pour recapitaliser les institutions financières ou pour leur fournir des garanties appartiennent-elles au secteur des administrations publiques dans les comptes nationaux ? Si tel est le cas, leur déficit et leur endettement vont accroître le déficit et la dette publics.
- Les autorités publiques ont-elles acquis des actions d'institutions financières aux prix du marché, ce qui indique l'acquisition d'un actif financier (sans incidence sur le déficit), ou une partie du capital injecté dans ces institutions doit-elle être considérée comme un transfert en capital (une subvention) ?
- Si les autorités publiques prêtent des fonds à une institution financière, celle-ci a-t-elle l'obligation de payer des intérêts et de rembourser le prêt ? Dans le cas contraire, l'opération doit être enregistrée comme un transfert en capital et non comme une opération financière.
- Si les autorités publiques rachètent une partie du passif d'une institution financière et obtiennent en contrepartie une participation dans celle-ci, cette participation a-t-elle la même valeur que le passif considéré ? Sinon, le rachat du passif est considéré (en partie) comme un transfert en capital avec une incidence négative sur le solde budgétaire des administrations publiques.
- À quel moment les garanties publiques sont-elles susceptibles d'être utilisées, et ont-elles alors une incidence sur le déficit et la dette au moment où elles sont accordées ? Normalement, les garanties n'exercent d'effet sur le déficit et la dette qu'au moment où elles sont utilisées.
- Si une institution financière est complètement nationalisée, doit-elle être reclassée dans le secteur des administrations publiques ? En règle générale, elle deviendra une entreprise publique, mais pas un organisme gouvernemental. Toutefois, si une entité spécifique est créée par l'État pour acquérir des actions d'une institution financière, il peut être nécessaire de la classer dans le secteur des administrations publiques dès lors qu'elle n'est pas autonome ou qu'elle n'est pas considérée comme exerçant une activité de marché.

Eurostat publiera les données provisoires relatives au déficit et à la dette des administrations publiques des États membres de l'UE pour 2008 au cours de la seconde quinzaine d'avril 2009.

En réponse au sévère ralentissement de l'économie, le Conseil européen a approuvé un plan européen pour la relance économique lors de sa réunion des 11 et 12 décembre 2008. En vertu de ce plan, les différents États membres de l'UE apporteront une contribution de 170 milliards d'euros à des mesures de relance budgétaires d'un total de 200 milliards (1,5 % du PIB de l'UE), le complément provenant du budget de l'UE et de la Banque européenne d'investissement. Cet effort coordonné des États membres est destiné à soutenir la reprise économique en renforçant la demande globale et en intensifiant les efforts de mise en œuvre des réformes structurelles prévues par la stratégie de Lisbonne. En fonction de la situation nationale, ces mesures peuvent prendre la forme d'une augmentation de la dépense publique, d'une réduction de la charge fiscale ou des contributions de sécurité sociale et d'une aide octroyée à certaines catégories d'entreprises ou de ménages. Parallèlement, le Conseil européen a confirmé son engagement plein et entier en faveur de la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance et de la soutenabilité des finances publiques. Les États membres ont été invités à se conformer le plus tôt possible à leurs objectifs budgétaires à moyen terme.

De nombreux pays de la zone euro ont adopté des mesures budgétaires pour stimuler la demande globale. À l'automne 2008, le gouvernement allemand a adopté un ensemble de mesures, concernant principalement le volet des recettes budgétaires, correspondant à 1,3 % du PIB en 2009 et en 2010. Début 2009, le gouvernement a annoncé un second programme de relance, ces mesures complémentaires s'élevant à 2 % du PIB environ sur les deux années concernées. En France, des mesures équivalant à 1,5 % du PIB ont été annoncées fin 2008 pour la période 2009-2011, comportant une accélération des projets d'investissement public et un soutien aux petites entreprises et à certains secteurs. En 2008, le gouvernement italien a adopté des mesures expansionnistes, axées principalement sur les dépenses et représentant 0,5 % du PIB pour 2009 et 2010. Leur incidence sur le besoin

net de financement devrait être largement contrebalancée par des mesures compensatoires. En Espagne, un certain nombre de mesures concernant les recettes et destinées à stimuler l'économie ont été prises dès le premier semestre 2008 et des plans d'investissements publics supplémentaires ont été annoncés en novembre, l'ensemble représentant plus de 3 % du PIB sur la période 2008-2010. La plupart des autres pays ont également adopté d'importantes mesures de relance budgétaire.

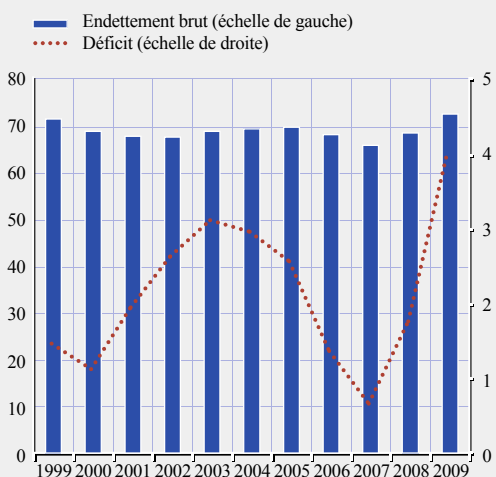
Si une évaluation plus approfondie des politiques de relance ne peut être effectuée avant d'avoir eu connaissance des mesures exactes et de leur mise en œuvre, il est clair que les intentions actuelles des gouvernements présentent certains risques (cf. encadré 8). Le creusement des déficits peut affaiblir la confiance dans la soutenabilité budgétaire, notamment parce que la réversibilité des mesures de relance n'est pas abordée dans de nombreux cas et pourrait se révéler très difficile. La forte hausse des écarts de rendement sur obligations d'État par rapport à l'Allemagne est un signal d'alerte indiquant que les marchés de capitaux observent avec une grande attention l'évolution des risques potentiels. L'efficacité des plans de relance est parfois incertaine compte tenu de la large panoplie de mesures envisagées. Les mesures ne ciblent pas toutes la racine des problèmes économiques actuels et certaines pourraient être le reflet de compromis politiques plutôt que de considérations économiques. L'intervention des pouvoirs publics présente également le risque de fausser le comportement des agents économiques.

NOUVELLE DÉTÉRIORATION BUDGÉTAIRE PRÉVUE EN 2009

La situation des finances publiques dans les pays de la zone euro devrait continuer de se dégrader en 2009. Selon l'estimation provisoire de la Commission européenne, qui intègre les programmes de stabilité actualisés disponibles fin 2008 et début 2009, le déficit moyen des administrations publiques dans la zone euro devrait augmenter de 2,3 points de pourcentage pour atteindre 4,0 % du PIB (cf. graphique 32).

Graphique 32 Évolutions budgétaires 1999-2009

(en pourcentage du PIB)



Source : Commission européenne (base de données AMECO)
Notes : La moyenne de la zone euro comprend 16 pays au 1^{er} janvier 2009. Sur la base du SEC 95 ; le déficit exclut les recettes au titre des licences UMTS.

Les dépenses publiques devraient augmenter de 2,1 points de pourcentage du PIB, et les recettes diminuer de 0,1 point de pourcentage du PIB. Le ratio moyen de dette publique dans la zone euro devrait s'accroître en 2009, de 4,0 points de pourcentage, pour s'inscrire à 72,7 % du PIB.

Dans tous les pays de la zone euro, à l'exception de Malte, le solde budgétaire des administrations publiques devrait se détériorer, selon les prévisions provisoires de la Commission. L'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, le Portugal et la Slovaquie devraient franchir le seuil de référence de 3 % du PIB en 2009, ou conserver un niveau supérieur à celui-ci, avec une marge importante dans certains cas. Le déficit devrait atteindre la valeur de référence de 3 % en Belgique et en Autriche, et se situer juste au-dessous en Allemagne et en République tchèque. Il existe des risques manifestes que les résultats se révèlent plus mauvais que prévu.

METTRE L'ACCENT SUR LA SOUTENABILITÉ BUDGÉTAIRE EST ESSENTIEL

L'inversion des résultats budgétaires et la forte incertitude entourant les perspectives représentent des défis considérables pour la politique budgétaire dans la zone euro. Les finances publiques subissent des tensions découlant des évolutions de quatre paramètres. Premièrement, les déficits sont en forte augmentation sous l'effet du jeu des stabilisateurs automatiques pendant le ralentissement macroéconomique. Deuxièmement, outre la dissipation des recettes exceptionnelles de ces dernières années, de nouvelles baisses de recettes pourraient apparaître en raison, entre autres, des fortes diminutions des prix des actifs financiers ainsi que de la chute du marché immobilier dans certains pays. Troisièmement, les interventions des pouvoirs publics auprès du secteur financier pour empêcher une crise systémique bancaire et des perturbations macroéconomiques beaucoup plus graves sont porteuses de risques budgétaires substantiels. Quatrièmement, les mesures de relance pour faire face au ralentissement économique pèsent sur les perspectives budgétaires.

Dans cet environnement difficile, il est primordial de maintenir la discipline budgétaire et une perspective de moyen terme. Une condition préalable au maintien de la confiance du public dans la soutenabilité des finances publiques consiste à préserver l'intégrité du cadre budgétaire de l'UE, fondé sur des règles. Par conséquent, il est essentiel que toutes les parties concernées respectent leur engagement d'appliquer l'intégralité des dispositions du Pacte de stabilité et de croissance, qui fournit la flexibilité nécessaire pour faire face à des conditions économiques défavorables.

Les grands programmes de relance adoptés en 2008 et début 2009 renforcent les déséquilibres budgétaires dans la zone euro. Pour prévenir une perte de confiance dans la soutenabilité des finances publiques, un engagement

crédible de mettre fin dès que possible aux mesures de relance est indispensable. Dans la mise en œuvre des programmes de relance, une attention particulière doit être portée à la qualité des mesures pour garantir leur efficacité. Des efforts déterminés des pays de la zone euro pour atteindre et conserver des finances publiques saines sont également nécessaires afin de faire face aux pressions qui s'exercent

sur les dépenses du fait du vieillissement de la population dans les décennies à venir. Un cadre budgétaire de moyen terme contraignant à l'échelle nationale, sous réserve qu'il soit bien conçu et rigoureusement appliqué, peut compléter le cadre budgétaire européen inscrit dans le Pacte de stabilité et de croissance en facilitant un retour rapide aux objectifs budgétaires à moyen terme (cf. encadré 8).

Encadré 8

LA CRISE FINANCIÈRE ET LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Un défi majeur se pose : comment empêcher la crise financière et le ralentissement économique ultérieur de compromettre la crédibilité et la soutenabilité des finances publiques ? Au sein de l'UE, le Pacte de stabilité et de croissance fournit le cadre approprié pour la conduite et la coordination des politiques budgétaires, en période de conjoncture favorable aussi bien que défavorable. Si le respect du Pacte a été relativement inégal durant les dix premières années qui ont suivi son adoption, la situation globale des finances publiques de l'UE a été bien meilleure que durant les décennies qui l'ont précédée, les déficits publics élevés ayant été évités, de même que l'accumulation de dette publique¹.

Une occasion manquée rend le défi budgétaire particulièrement difficile à relever

De nombreux pays de la zone euro sont entrés dans la crise financière et en récession économique alors qu'ils présentaient des situations budgétaires faibles. Les gouvernements n'ont pas saisi l'occasion qui leur était fournie pour affecter les recettes exceptionnelles engrangées les années passées à l'assainissement de leurs finances publiques. À cet égard, les arguments exposés dans le *Rapport annuel 2007* de la BCE sont toujours d'actualité et, plus encore, leur pertinence prend désormais tout son sens². La BCE avait alors fait ressortir l'un des enseignements importants de la période 2000-2001, à savoir que les perspectives de recettes pouvaient changer de façon brutale. En effet, l'expérience montre que la volatilité est plus élevée du côté des recettes publiques que du côté des dépenses et qu'elle est plus importante également que celle du cycle conjoncturel. S'ajoutant à la difficulté de prévoir des points de retournement de la croissance du PIB, ce paramètre milite en faveur d'un regain de prudence durant les périodes favorables, les recettes exceptionnelles devant être consacrées à une réduction plus rapide du déficit et de la dette au lieu d'être affectées à des dépenses supplémentaires³. Cela permettrait aux pays de disposer de la marge de manœuvre nécessaire pour absorber les baisses de recettes et faire face à des dépenses exceptionnelles si la situation venait à changer. L'une des erreurs commises en

1 Cf. l'article intitulé *Les dix ans du Pacte de stabilité et de croissance* du *Bulletin mensuel* d'octobre 2008

2 Cf., en particulier, l'encadré 8 intitulé *Les enseignements de la politique budgétaire menée en 2000-2001* du *Rapport annuel 2007* de la BCE

3 Pour un examen de la précision des exercices de prévisions et des difficultés relatives aux points de retournement, cf. M. Blix, J. Wadefjord, U. Wienecke et M. Ådahl, *How good is the forecasting performance of major institutions?*, *Economic Review*, Sveriges Riksbank, 2001: 3

matière de politique budgétaire avant et pendant la période 2000-2001 est d'avoir interprété à tort les améliorations des finances publiques en période faste comme étant de nature structurelle, ce qui a souvent permis de justifier des augmentations de dépenses ou des réductions d'impôts.

Le rôle des stabilisateurs automatiques

L'ajustement budgétaire en réponse au ralentissement économique reflète dans une large mesure le fonctionnement des stabilisateurs automatiques, qui contribuent au lissage des fluctuations économiques. Ce processus est approprié, dans la mesure où ce type de réponse budgétaire intervient en temps voulu et est soustrait aux risques économiques qui peuvent compromettre l'efficacité de mesures budgétaires discrétionnaires. En particulier, les stabilisateurs automatiques ne sont pas soumis à des délais en ce qui concerne l'identification des mesures ou les processus de décision politique et de mise en œuvre. En outre, la réaction automatique des recettes et, dans une moindre mesure, des dépenses au cycle font que les stabilisateurs automatiques s'auto-inversent. Enfin, l'incidence de la réalisation, par des groupements d'intérêts spécifiques, des avantages qui leur sont propres est faible. Les pays de la zone euro qui respectent le Pacte de stabilité et de croissance peuvent tirer parti de leurs stabilisateurs automatiques, relativement importants.

Les risques de l'activisme budgétaire en période de crise financière

S'agissant du recours aux mesures budgétaires discrétionnaires pour stimuler la demande, un consensus s'est dégagé sur le fait que de telles mesures doivent être ciblées et prises à temps pour être efficaces, et qu'elles doivent être temporaires pour ne pas faire peser des risques supplémentaires sur la soutenabilité budgétaire. En particulier, sauf s'il est prévu d'annuler les mesures budgétaires ayant pour effet d'accroître le déficit, ce type de mesures peut ébranler la confiance du grand public dans la soutenabilité des finances publiques et entraîner une hausse de l'épargne de précaution ou des réactions négatives des marchés de capitaux et une augmentation des taux d'intérêt, ce qui a pour effet de contrecarrer l'effet expansionniste souhaité. À cet égard, l'expérience de l'activisme budgétaire pratiqué durant la crise du pétrole des années soixante-dix tient lieu d'avertissement : au lieu de stimuler la demande, l'activisme a finalement contribué à déstabiliser l'économie réelle et à renforcer les tensions inflationnistes et la dette publique, sans procurer véritablement les avantages escomptés.

En ce qui concerne leur ciblage, les mesures doivent être prises là où les élasticités sont les plus élevées et où les distorsions aux incitations sont les moins onéreuses. À cet égard, il convient de tenir compte de la qualité de la relance budgétaire afin que les actions engagées soient propices à poser les bases saines d'une reprise et d'une croissance de long terme. La rapidité est essentielle, l'expérience montrant que les mesures discrétionnaires finissent fréquemment par avoir un caractère procyclique étant donné qu'elles ne deviennent efficaces qu'au terme d'un délai considérable.

La qualité de la politique budgétaire est importante à maints égards. Alors que la question de la taille optimale des administrations publiques fait débat⁴, les citoyens des pays de la zone euro pourraient se trouver dans une situation financière aussi bonne qu'aujourd'hui, et payer moins d'impôts, si la qualité des dépenses publiques était meilleure. En outre, l'augmentation

⁴ Certains éléments indiquent que, dans de nombreux pays industrialisés, celles-ci sont aujourd'hui surdimensionnées au regard des objectifs essentiels à atteindre. Cf., par exemple, A. Afonso, L. Schuknecht et V. Tanzi (2005), *Public sector efficiency: an international comparison*, Public Choice 123 (3-4) et A. Afonso et D. Furceri, *Government Size, Composition, Volatility and Economic Growth*, document de travail de la BCE n° 849, 2008.

par le passé de la taille des administrations publiques a eu pour prix un ralentissement de la croissance économique⁵. Si les gouvernements de la zone euro respectent le Pacte de stabilité et de croissance, leurs économies devraient être plus à même de profiter de ses avantages à long terme et leurs citoyens pourraient bénéficier d'un bien-être accru⁶.

5 Cf. A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht et M. Thöne, *Quality of public finances and growth*, document de travail de la BCE n° 438, 2005

6 Les coûts d'une réduction de la taille des administrations publiques peuvent être relativement limités si le processus est conçu et mis en œuvre de façon appropriée, cf., par exemple, S. Hauptmeier, M. Heipertz et L. Schuknecht, *Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach*, document de travail de la BCE n° 364, 2006

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

APPRÉCIATION MODÉRÉE DE L'EURO EN TERMES EFFECTIFS EN 2008

Les turbulences financières qui ont débuté en août 2007 sur les marchés monétaires et du crédit et leurs répercussions sur l'économie réelle à l'échelle mondiale ont fortement influencé les évolutions des marchés de change en 2008. Plus précisément, au cours des quatre premiers mois de 2008, l'euro a poursuivi le mouvement d'appréciation entamé fin 2000, soutenu par des anticipations de marché plutôt optimistes concernant les perspectives économiques relatives de la zone euro. Après avoir atteint un pic historique en avril, le taux de change effectif nominal s'est globalement stabilisé jusqu'en août. Par la suite, l'euro s'est fortement déprécié, revenant en trois mois seulement au niveau qui prévalait vers mi-2007. Ce net recul de l'euro a été principalement lié à une révision des anticipations de marché relatives aux perspectives économiques de la zone euro, la crise financière continuant de s'étendre et sa dimension mondiale commençant à être progressivement perçue, et est intervenu dans un contexte de renforcement des incertitudes sur les marchés et de l'aversion globale au risque. Vers la fin de l'année, l'euro s'est fortement redressé, atteignant un nouveau pic historique le 18 décembre 2008. Fin 2008, l'euro s'inscrivait, en termes effectifs nominaux, en hausse de 2,5 % environ par rapport à son niveau du début de l'année et de quelque 7 % par rapport à sa moyenne de 2007. L'appréciation de l'euro en termes effectifs nominaux en 2008 peut être attribuée dans une large mesure à sa hausse

significative vis-à-vis de la livre sterling, contrebalancée en partie seulement par son affaiblissement face au dollar et au yen.

Au cours des huit premiers mois de l'année, l'euro s'est fortement apprécié vis-à-vis du dollar, pour culminer à USD 1,60 mi-juillet. Cette appréciation a largement découlé des anticipations relatives à un creusement du différentiel de taux d'intérêt en faveur des actifs de la zone euro, reflétant l'opinion du marché selon laquelle la zone euro allait être nettement moins affectée que les États-Unis par les turbulences financières en cours. Par la suite, toutefois, les données publiées ont commencé à montrer que les turbulences financières apparues initialement sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) en août 2007 étaient en train de gagner toutes les grandes zones économiques sous la forme d'un ralentissement économique synchrone. En conséquence, en août, l'euro a commencé à se déprécier fortement vis-à-vis de la devise américaine. Durant l'automne, les regains de tensions sur les marchés monétaires et du crédit au niveau mondial ont accentué les pressions à la baisse sur l'euro, la monnaie unique revenant à USD 1,25 en octobre. Cette forte dépréciation a été liée en partie à une pénurie de liquidité en dollars à l'échelle internationale, qui a déclenché des rapatriements importants d'investissements à l'étranger et des mesures concertées de politique monétaire de la part des banques centrales. Dans cet environnement de très forte intensification de l'aversion au risque et de désendettement financier, le dollar a été soutenu par son statut de monnaie internationale. D'autres facteurs techniques, peut-être temporaires, observés sur

les marchés de change ont également apporté un soutien au dollar, comme le montre aussi l'affaiblissement du lien entre les différentiels de taux d'intérêt et les évolutions du taux de change USD/EUR durant cette période. En décembre, toutefois, l'euro a enregistré un vif rebond, les facteurs non conjoncturels précités, qui avaient soutenu le dollar à l'automne, ayant perdu de leur influence et les marchés de change reportant de nouveau leur attention sur les perspectives de croissance et les différentiels de taux d'intérêt entre les principales zones économiques. Le 31 décembre, l'euro s'échangeait à USD 1,39, en baisse de quelque 5 % par rapport à début 2008 et en hausse de 6 % environ par rapport à sa moyenne de 2007.

Suivant une tendance similaire à celle du taux de change USD/EUR, l'euro a également enregistré de fortes variations vis-à-vis du yen courant 2008, s'échangeant dans une fourchette exceptionnellement large comprise entre JPY 115,75 et JPY 169,75. La volatilité du taux de change JPY/EUR semble avoir reflété non seulement un changement d'analyse du marché quant aux perspectives économiques relatives mais aussi, et surtout, les anticipations du marché concernant la volatilité des prix des actifs. En conséquence, cette dernière a exercé une incidence sur la rentabilité attendue des opérations de portage sur les marchés de change (*carry-trade*), qui consistent à emprunter dans une devise à faible rendement (comme le yen) pour investir dans une devise à haut rendement. En général, une augmentation de la volatilité attendue du yen diminue son attractivité en tant que devise de financement pour ce type d'opérations, tendant ainsi à exercer des tensions à la hausse sur la monnaie nippone et à la baisse sur les devises à rendement élevé. De fait, la volatilité implicite du taux de change JPY/EUR, mesurée par des indicateurs fondés sur les prix des options, a subi de fortes variations au cours de l'année 2008, atteignant un pic en octobre et diminuant par la suite. Cette extrême volatilité sur le marché des changes explique en très grande partie l'appréciation initiale de l'euro puis sa forte dépréciation

vis-à-vis du yen en 2008. Le 31 décembre 2008, l'euro s'échangeait à JPY 126,14, en baisse de 23 % par rapport au début de l'année et de 22 % environ par rapport à sa moyenne de 2007.

En 2008, l'euro a continué de se raffermir vis-à-vis de la livre sterling, enregistrant une appréciation notable de 28,5 % en fin d'année, après une progression de 9 % en 2007. Le 29 décembre, l'euro s'échangeait à GBP 0,98, soit son plus haut niveau depuis la mise en place de la monnaie unique en 1999. L'affaiblissement significatif de la livre, notamment au cours des derniers mois de 2008, est lié au ralentissement marqué de l'activité économique au Royaume-Uni, qui a entraîné un net assouplissement des conditions de la politique monétaire et donc une baisse des rendements à long terme.

Entre début janvier et le 31 décembre 2008, l'euro s'est nettement renforcé par rapport aux monnaies de plusieurs partenaires commerciaux appartenant à l'UE, s'appréciant ainsi de 15,3 % contre la couronne suédoise, de 15,3 % contre le zloty polonais, de 12,3 % contre le leu roumain, de 5,3 % contre le forint hongrois et de 1,9 % contre la couronne tchèque. Une hausse significative a également été observée vis-à-vis du won sud-coréen (33,6 %), de la couronne norvégienne (22,1 %), du dollar australien (21,0 %) et du dollar canadien (17,1 %). L'appréciation de l'euro par rapport à ces monnaies a été en partie contrebalancée par son affaiblissement vis-à-vis des monnaies de plusieurs partenaires asiatiques dont la devise est liée au dollar, à savoir le renminbi chinois (11,4 %), le dollar de Singapour (5,2 %) et le dollar de Hong-Kong (6 %). L'euro a également perdu du terrain contre le franc suisse (10,2 %) au fil de la conclusion ou du dénouement d'opérations de *carry-trade*, dans la mesure où le franc suisse, comme le yen, a joué le rôle de monnaie de financement dans ce type de transactions financières.

Le taux de change effectif réel de l'euro, calculé à partir de différents indices de coûts et de prix, s'est apprécié au cours des quatre premiers

mois de 2008, puis s'est stabilisé jusqu'en août. Après avoir fléchi jusqu'en novembre, il s'est légèrement raffermi en décembre 2008. Au dernier trimestre 2008, le taux de change effectif réel de l'euro, calculé sur la base des prix à la consommation, a été inférieur de 2 % à sa valeur moyenne de 2007 et de 4 % à son niveau moyen du trimestre correspondant de 2007.

RETOUR AU DÉFICIT DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES EN 2008

En 2008, le compte de transactions courantes de la zone euro a enregistré un déficit de 63,2 milliards d'euros (0,7 % du PIB de la zone euro), après un excédent de 36,3 milliards en 2007. Cette évolution résulte dans une large mesure d'un retournement du solde des échanges de biens, passé d'un excédent de 56,6 milliards d'euros en 2007 à un déficit de 0,6 milliard en 2008. La baisse des exportations, notamment au second semestre de l'année, ainsi que la forte hausse des prix des importations durant les huit premiers mois de l'année sont les principaux facteurs expliquant cette évolution. Le creusement du déficit au titre des transferts courants et l'inversion du solde des revenus, devenu déficitaire, ont également contribué à la

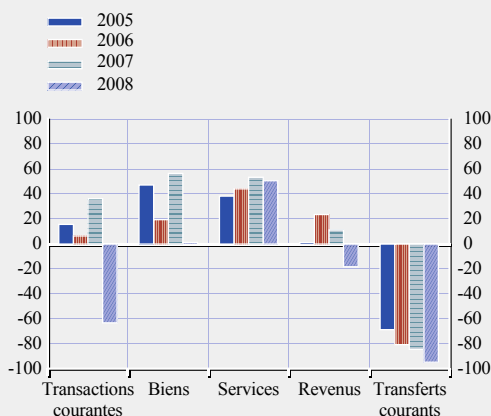
détérioration globale du compte de transactions courantes. En revanche, l'excédent au titre des services, qui s'élevait en 2008 à 50,6 milliards d'euros, n'a enregistré qu'une légère baisse (de 2,6 milliards) par rapport à l'année précédente (cf. graphique 33).

La contraction des exportations de biens en 2008 s'explique dans une large mesure par la diminution de la demande mondiale en 2008 et peut-être aussi par la détérioration des conditions de financement du commerce international. Après un rebond temporaire au premier trimestre de l'année, les exportations de la zone euro vers les États-Unis et les autres pays de l'OCDE, ainsi que vers la Chine et le reste de l'Asie, se sont contractées, et les exportations vers les États membres qui ont rejoint l'UE depuis 2004 se sont également ralenties. En revanche, la croissance des exportations vers les pays de l'OPEP sont demeurées soutenues tout au long de l'année, dans un contexte de forte croissance économique de ces pays et d'effets de richesse liés aux recettes pétrolières (cf. graphique 34).

La perte de compétitivité de la zone euro en termes de prix et de coûts constatée depuis 2001

Graphique 33 Solde du compte de transactions courantes et composantes

(données annuelles ; montants en milliards d'euros)

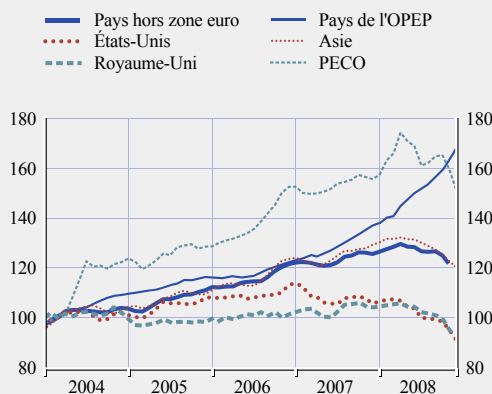


Source : BCE

Note : Les données relatives à 2008 couvrent la période jusqu'à octobre.

Graphique 34 Exportations en volume de la zone euro à destination d'une sélection de partenaires commerciaux

(indices : T1 2004 = 100 ; cvs ; moyenne mobile sur 3 mois)



Source : BCE

Note : Les observations les plus récentes se rapportent à décembre 2008 excepté pour les pays hors zone euro et le Royaume-Uni (novembre).

a été partiellement endiguée à partir du second semestre 2008 en raison de la dépréciation de l'euro. La modération de la hausse des prix à l'exportation de la zone au premier semestre de

l'année témoigne probablement d'un ajustement des marges bénéficiaires par les entreprises pour compenser cette perte de compétitivité (cf. encadré 9).

Encadré 9

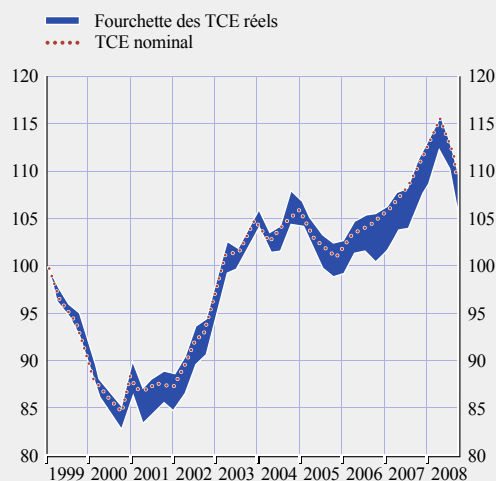
LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE LA COMPÉTITIVITÉ DE LA ZONE EURO

Évaluer la compétitivité internationale de la zone euro en termes de prix et de coûts (qui reflète également la compétitivité des différents pays de la zone) permet de recueillir des informations importantes pour le suivi de la situation économique de la zone. Le présent encadré examine donc les évolutions de la compétitivité de la zone euro mesurée par différents taux de change effectifs (TCE) réels, au niveau agrégé comme au niveau de chaque État membre. En résumé, ces indicateurs font apparaître une baisse de la compétitivité de la zone euro en termes de prix et de coûts au cours de la dernière décennie, essentiellement due à l'appréciation nominale du taux de change de l'euro sur la même période. Même si ce résultat se vérifie quel que soit le déflateur utilisé, les évolutions de la compétitivité présentent une forte hétérogénéité entre les pays de la zone euro.

En ce qui concerne la zone euro dans son ensemble, le graphique A présente une comparaison entre l'évolution du TCE nominal de l'euro et une fourchette tirée de cinq indices de taux de change effectifs réels calculés à partir de différents déflateurs¹. Globalement, d'après les taux de change effectifs nominaux aussi bien que réels, les différentes mesures font apparaître une baisse de la compétitivité de 5 % à 10 % environ entre 1999 et 2008. Il existe une forte corrélation entre les TCE nominaux et réels, qui reflète des évolutions de prix similaires dans la zone euro et chez ses partenaires commerciaux. La baisse globale de la compétitivité de la zone euro s'explique donc principalement par les évolutions du taux de change nominal, qui peuvent être scindées en plusieurs épisodes. Le premier épisode a été marqué par une amélioration de la compétitivité entre 1999 et 2001, qui reflétait la dépréciation de l'euro intervenue alors. La compétitivité s'est ensuite détériorée, principalement en raison de l'appréciation de l'euro entre 2002 et 2004, puis de nouveau à partir de 2006. Plus récemment, la zone euro a enregistré une hausse de compétitivité sous l'effet de la dépréciation de l'euro au second semestre 2008.

Graphique A Taux de change effectifs nominaux et réels de l'euro

(indice : T1 1999 = 100 ; données trimestrielles)



Source : Calculs de la BCE

Notes : La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2008.

Le TCE réel au dernier trimestre 2008 est disponible seulement sur la base de l'IPC et de l'indice des prix à la production.

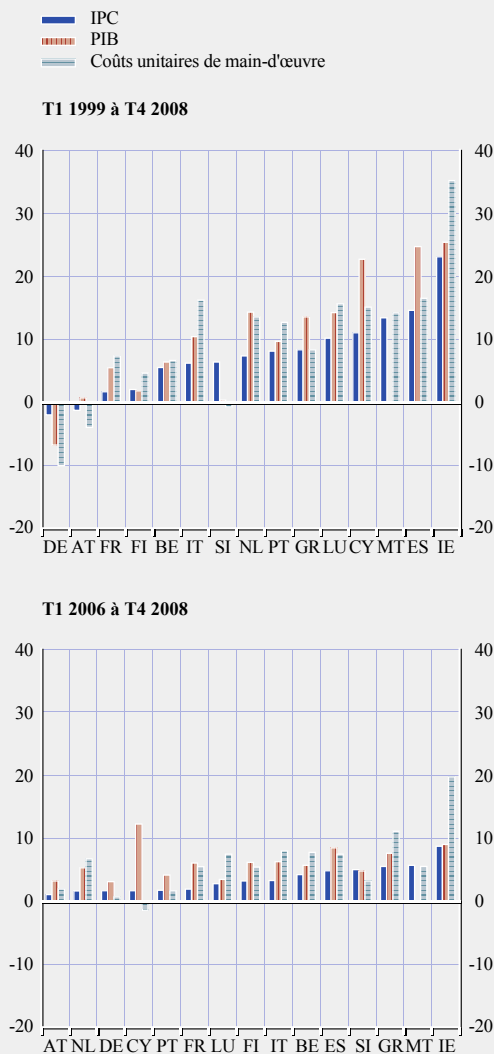
¹ Les cinq déflateurs sont l'IPC, les prix à la production, le PIB, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur manufacturier et les coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie.

L'évolution de la compétitivité-prix de la zone euro dans son ensemble peut masquer des évolutions relativement différentes selon les pays. Pour analyser ces dernières, la BCE utilise une méthodologie homogène en calculant pour chaque pays de la zone euro un ensemble d'indicateurs de compétitivité harmonisés par rapport aux autres pays de la zone ainsi que par rapport à un ensemble de partenaires commerciaux n'appartenant pas à la zone². Trois indicateurs de compétitivité harmonisés sont calculés comme une moyenne pondérée des taux de change bilatéraux fondée sur des pondérations commerciales (reflétant l'importance relative des principaux concurrents de chaque pays), déflatée par l'IPC, par le PIB ou par les coûts unitaires de main-d'œuvre. Parmi ces indicateurs de compétitivité harmonisés, l'indicateur fondé sur l'IPC semble être le plus largement utilisé, en raison notamment de la définition relativement homogène de cet indice de prix d'un pays à l'autre, de l'absence de révisions importantes des données et de délais de disponibilité assez courts. Parallèlement, les indicateurs fondés sur les déflateurs du PIB et les coûts unitaires de main-d'œuvre fournissent des mesures alternatives de la compétitivité, centrées davantage sur le volet production que sur le volet consommation de l'économie.

L'interprétation de ces indicateurs appelle un certain nombre de réserves. Les indicateurs de compétitivité fondés sur les indices ne tiennent pas compte des différences entre les niveaux de prix initiaux ; ils ne permettent donc pas de tirer des conclusions quant au pays le plus compétitif en termes absolus. Les conclusions fondées sur ces indicateurs sont également sensibles au choix du début et de la fin de la période considérée. De plus, les indicateurs de compétitivité harmonisés ne retracent que des aspects limités de la compétitivité. Pour une vision plus complète, d'autres facteurs, tels que

Graphique B Évolution des indicateurs de compétitivité harmonisés dans les différents pays de la zone euro¹⁾

(en points de pourcentage ; données trimestrielles)



Source : Calculs de la BCE

1) Calculés sur la base de l'IPC, d'un déflateur du PIB ou des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie, y compris les échanges commerciaux intra et extra-zone euro

Notes : Un nombre négatif (positif) signifie un gain (une perte) de compétitivité-prix. La dernière observation se rapporte au quatrième trimestre 2008 (déflatée par l'IPC) et au troisième trimestre 2008 (déflatée par le PIB et les coûts unitaires de main-d'œuvre). Pour la période comprise entre le 1^{er} trimestre 2006 et le 4^{ème} trimestre 2008, les indicateurs de compétitivité harmonisés ont été revus en retenant la base T1 2006 = 100. L'indice de compétitivité harmonisé déflaté du PIB pour Malte n'est pas publié par la BCE.

2 Pour une analyse plus approfondie des indicateurs de compétitivité harmonisés, cf. F. di Mauro et K. Forster, *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, Étude n° 97 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, septembre 2008, ainsi que l'article intitulé *Le suivi de l'évolution des coûts de main-d'œuvre dans les différents pays de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2008

la spécialisation des échanges commerciaux, l'environnement économique global ainsi que le degré de fixation des prix en fonction du marché de destination (*pricing-to-market*) et la réactivité des prix des échanges extérieurs aux variations du taux de change peuvent également être examinés dans le cadre d'une analyse plus approfondie³. En outre, à l'heure actuelle, la méthodologie utilisée pour établir ces indicateurs ne prend pas totalement en compte les différences existant entre pays en matière de productivité dans le secteur des services. (La structure des échanges commerciaux dans ce secteur ne se reflète pas dans la pondération des partenaires commerciaux).

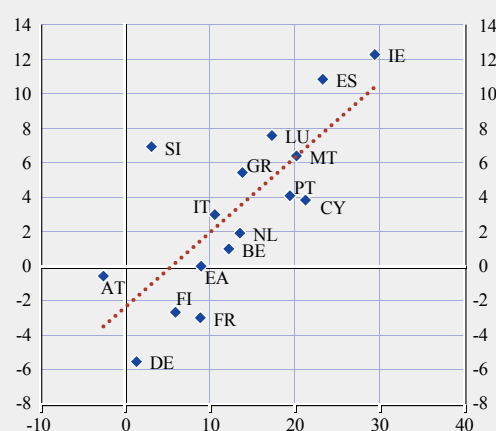
S'agissant des évolutions passées des indicateurs de compétitivité harmonisés, le graphique B met en évidence la forte hétérogénéité des évolutions de la compétitivité entre les pays de la zone euro. Sur la base de l'indicateur de compétitivité harmonisé fondé sur l'IPC, l'Irlande a enregistré les plus fortes détériorations de sa compétitivité depuis 1999 (plus de 20 %), suivie de Chypre, de l'Espagne, du Luxembourg et de Malte (de 10 % à 20 %). L'Allemagne, l'Autriche, la Finlande et la France ont affiché les baisses les plus faibles, voire de légères améliorations sur la même période. S'agissant plus particulièrement de la période d'appréciation de l'euro la plus récente, c'est-à-dire depuis début 2006, les différences sont moins prononcées, tous les pays enregistrant des baisses de leur compétitivité-prix. Même si l'ampleur des évolutions de la compétitivité dans les différents pays est parfois sensible au choix du déflateur, les conclusions qualitatives demeurent les mêmes, quelles que soient les mesures utilisées.

Les indicateurs de compétitivité harmonisés permettent également d'établir une distinction entre les évolutions de la compétitivité intra-zone euro et extra-zone euro pour chaque pays. Cette distinction s'avère utile dans la mesure où, depuis le démarrage de l'euro, les variations du taux de change nominal ne demeurent significatives que pour la compétitivité extérieure, la compétitivité-prix entre les pays de la zone euro n'étant plus influencée que par des évolutions différentes des coûts et des prix. En général, la baisse de la compétitivité-prix dans un pays donné est plus prononcée vis-à-vis de partenaires commerciaux n'appartenant pas à la zone euro, comme le montre la droite de régression qui retrace la relation entre les indicateurs intra et extra-zone euro (cf. graphique C). Cette situation reflète l'appréciation nominale globale du taux de change de l'euro entre 1999 et 2008. En conséquence, les pays comme l'Irlande, qui réalisent une part

Graphique C Évolution des indicateurs de compétitivité harmonisés intra et extra-zone euro¹⁾

(variations cumulées en points de pourcentage entre le 1^{er} trimestre 1999 et le 4^{ème} trimestre 2008)

Axe des abscisses : variation de l'indicateur de compétitivité harmonisé extra-zone euro
Axe des ordonnées : variation de l'indicateur de compétitivité harmonisé intra-zone euro



Source : Calculs de la BCE

1) Fondés sur l'IPC

Notes : Un nombre positif (négatif) représente une perte (un gain) de compétitivité-prix. Pour la zone euro, le graphique présente le TCE réel de l'euro vis-à-vis de 22 partenaires commerciaux fondé uniquement sur les échanges commerciaux extra-zone euro.

3 Pour une analyse de ces paramètres plus larges de la compétitivité, cf. le Groupe de travail du Comité de politique monétaire du SEBC, *Competitiveness and the export performance of the euro area*, Étude n° 30 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, juin 2005, et U. Baumann et F. di Mauro, *Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*, Étude n° 55 dans la série des études de la BCE concernant des sujets spécifiques, mars 2007

relativement importante de leurs échanges commerciaux avec des partenaires situés hors de la zone euro, enregistrent également une détérioration plus significative de leur compétitivité extra-zone euro. Toutefois, pour la plupart des pays, la forte corrélation entre la compétitivité intra et extra-zone euro laisse également penser que les positions concurrentielles relatives des différents pays de la zone sont principalement déterminées par les évolutions des coûts et des prix intérieurs. Globalement, l'Autriche est le seul pays ayant amélioré sa compétitivité à l'intérieur comme à l'extérieur de la zone euro. La Finlande, la France et l'Allemagne ont également enregistré une amélioration de leur compétitivité intra-zone euro mais ces pays ont observé une détérioration vis-à-vis de leurs partenaires commerciaux n'appartenant pas à la zone. Les autres pays de la zone euro ont enregistré des baisses de compétitivité à l'intérieur comme à l'extérieur de la zone.

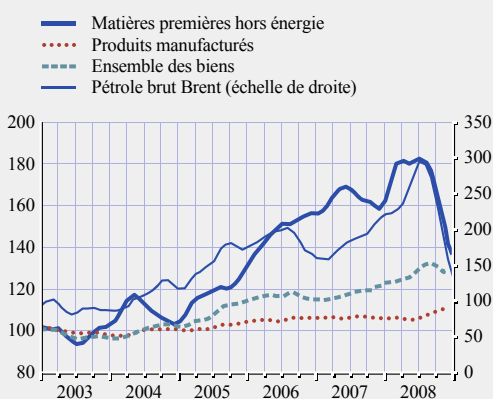
En résumé, il ressort des différentes mesures des TCE réels que la zone euro a enregistré une baisse de compétitivité en termes de prix et de coûts au cours des dix dernières années, essentiellement en raison de l'appréciation nominale de l'euro. Les évolutions de la compétitivité présentent toutefois une forte hétérogénéité entre les pays de la zone euro, qui reflète principalement des évolutions différentes de leurs coûts et de leurs prix intérieurs, ainsi que la spécialisation géographique de leurs échanges extérieurs.

Les importations de biens, notamment de biens intermédiaires, ont diminué en volume en 2008. Parallèlement, les prix à l'importation ont fortement augmenté jusqu'au troisième trimestre 2008, avant de se ralentir au dernier trimestre de l'année. L'évolution des prix ayant plus que compensé le recul constaté en volume, la valeur globale des importations a nettement progressé au cours des trois premiers trimestres de l'année. Les données de prix par catégories de biens font apparaître que la progression

régulière des prix des importations jusqu'à l'été 2008 et le fléchissement observé par la suite sont largement attribuables aux évolutions des prix du pétrole et des matières premières hors énergie (cf. graphique 35). Néanmoins, en dépit de la baisse des prix du pétrole à partir de l'été, le déficit des échanges de produits pétroliers s'établissait à 223,6 milliards d'euros sur douze mois cumulés à novembre 2008, niveau nettement supérieur à celui, déjà élevé, de 170 milliards enregistré fin 2007.

Graphique 35 Importations de biens hors zone euro

(indices : T1 2003 = 100 ; cvs ; moyenne mobile sur 3 mois)



Source : BCE

AUGMENTATION DES ENTRÉES NETTES SUR INVESTISSEMENTS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE EN 2008

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 128,5 milliards d'euros au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés en 2008, contre des entrées nettes de 47,3 milliards un an auparavant. Cette hausse résulte d'une augmentation des entrées nettes sur titres de créance et sur investissements de portefeuille en actions. Ces évolutions ont été compensées en partie par une hausse des sorties nettes sur investissements directs (cf. graphique 36).

En 2008, les turbulences financières ont entraîné une volatilité accrue sur l'ensemble des segments des marchés de capitaux et suscité, compte tenu

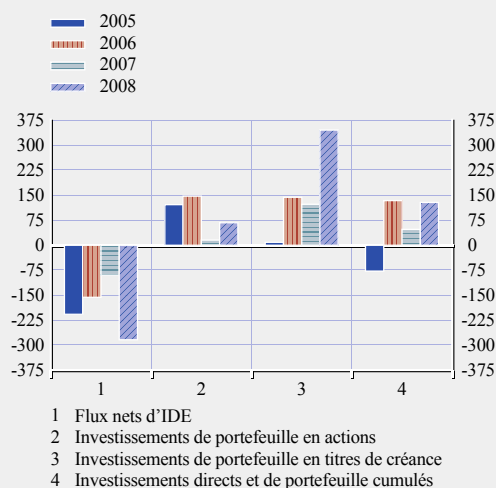
de leur répercussion sur l'économie réelle, un degré élevé d'incertitude quant aux perspectives internationales. L'assèchement de la liquidité qui en a résulté sur les principaux segments de marché a influé sur les arbitrages de portefeuille au niveau mondial, et donc sur les flux d'investissements de portefeuille transfrontières de la zone euro. En particulier, le marché des actions a enregistré des cessions nettes exceptionnelles, non seulement d'instruments financiers de la zone euro par les investisseurs internationaux mais également d'actions étrangères par les investisseurs de la zone. Les investisseurs internationaux ont semblé réduire leurs investissements étrangers, ce qui reflète probablement une plus grande prudence dans leurs stratégies d'investissement ainsi que la baisse des cours boursiers au niveau mondial.

Dans le sillage également des turbulences financières, les investissements directs étrangers dans la zone euro aussi bien que les investissements de la zone à l'étranger ont considérablement diminué en 2008, indiquant une préférence pour les marchés nationaux. Les désinvestissements effectués par les non-résidents ont été plus importants que ceux observés pour les résidents de la zone euro, ce qui a donné lieu, au total, à de plus fortes sorties nettes au titre des investissements directs pour la zone euro.

Enfin, la hausse des entrées nettes sur titres de créance, ressortant à 345,6 milliards d'euros contre 122,8 milliards en 2007, a contribué à l'augmentation des entrées nettes enregistrées dans le compte financier. La plus grande aversion au risque des investisseurs, l'accroissement des besoins de liquidité et les écarts de taux d'intérêt à court terme ont probablement contribué à cette évolution. Les instruments du marché monétaire, notamment, ont enregistré de fortes entrées nettes, qui ont atteint en septembre et octobre 2008 leurs plus hauts niveaux depuis 1999. Ces évolutions reflètent peut-être les tentatives de renforcer la liquidité dans un contexte d'intensification des turbulences financières.

Graphique 36 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(données annuelles ; montants en milliards d'euros)



Source : BCE

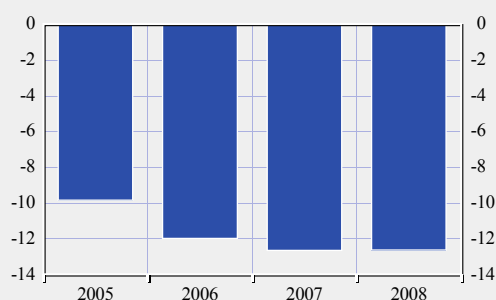
Note : Les données relatives à 2008 couvrent la période jusqu'à octobre 2008.

POSITION EXTÉRIEURE EN 2008

Les données relatives à la position extérieure de la zone euro vis-à-vis du reste du monde, disponibles jusqu'au troisième trimestre 2008, font apparaître des engagements nets de 1 158 milliards d'euros (12,5 % du PIB de la zone euro), contre 1 131 milliards (12,5 % du PIB également) à fin 2007 (cf. graphique 37). La légère hausse des engagements nets en 2008

Graphique 37 Position extérieure nette

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE

Note : Données de fin d'année, à l'exception de 2008 (fin du troisième trimestre)

résulte en grande partie d'une augmentation de la position débitrice nette au titre des autres investissements (de 191 milliards d'euros) et des investissements de portefeuille (de 76 milliards), presque entièrement contrebalancée par une progression des avoirs nets au titre des investissements directs de la zone euro à l'étranger (de 182 milliards) et des produits financiers dérivés (de 35 milliards). De même, les avoirs de réserve n'ont enregistré qu'une faible progression, les effets de valorisation résultant des variations des prix d'actifs ainsi que les mouvements du taux de change ayant contribué à cette évolution.

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

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro, la croissance économique a fléchi au cours de l'année 2008 après plusieurs années de forte expansion (cf. tableau 6)¹. Le ralentissement de l'activité économique a été observé dans presque tous ces pays, mais l'ampleur du processus et les taux de croissance annuels du PIB ont affiché des différences considérables.

Les États baltes ont connu le ralentissement le plus prononcé, la croissance annuelle moyenne ayant diminué de plus de moitié en Lituanie par rapport à l'année précédente et étant devenue négative en Estonie et en Lettonie. Dans les trois pays, ces évolutions ont fait suite à plusieurs années de croissance très soutenue de l'activité économique, accompagnée de hausses exceptionnellement fortes des salaires, du crédit et de l'inflation, ainsi que de très importants déficits du compte de transactions courantes. De fait, les déséquilibres macroéconomiques dans les États baltes sont restés prononcés en 2008, en dépit de la correction partielle observée dans le courant de l'année.

Le ralentissement de la croissance du PIB dans la plupart des autres États membres de l'UE hors zone euro résulte principalement de la

dégradation de l'environnement extérieur et, plus tard dans l'année, de l'incidence directe de l'intensification de la crise financière. Le durcissement des conditions de financement et la baisse des prix des actifs ont amoindri la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise et affaibli la demande intérieure.

La décélération de la croissance économique en Slovaquie, revenue de 10,4 % en 2007 à 6,4 % en 2008, a constitué en partie une normalisation après la croissance exceptionnelle de l'année précédente. En Hongrie, le très faible taux de croissance annuel de 0,5 % a traduit l'incidence décalée des importantes mesures d'assainissement budgétaire prises en 2007, dont l'économie a commencé à se remettre lentement en 2008, conjuguée aux conséquences de la crise financière sur l'économie. Dans les trois États membres de l'UE hors zone euro qui ont rejoint l'UE avant 2004, l'incidence de la crise financière a été tout aussi prononcée, avec en 2008 des taux de progression annuels du PIB

1 Les États membres de l'UE hors zone euro cités dans cette section sont les douze États membres qui ne faisaient pas partie de la zone euro à fin décembre 2008 (Bulgarie, Danemark, Estonie, Lettonie, Lituanie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Slovaquie et Suède).

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

(variations annuelles en pourcentage)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 T1	2008 T2	2008 T3	2008 T4
Bulgarie	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	7,0	7,1	6,8	3,5
République tchèque	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	4,4	4,4	4,0	0,2
Danemark	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,3	-0,7	0,8	-1,6	-3,9
Estonie	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	0,2	-1,1	-3,5	-9,7
Lettonie	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	0,5	-1,9	-5,2	-10,3
Lituanie	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	7,0	5,2	2,9	-2,0
Hongrie	4,8	4,0	4,1	1,1	0,5	1,7	2,0	0,8	-2,3
Pologne	5,3	3,6	6,2	6,6	5,4	6,2	5,8	5,2	2,3
Roumanie	8,5	4,2	7,9	6,2	7,1	8,2	9,3	9,2	2,9
Slovaquie	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	9,3	7,9	6,6	2,5
Suède	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	0,9	3,0	0,3	-4,9
Royaume-Uni	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	2,3	3,2	1,8	-
UE-9 ¹⁾	5,8	4,9	6,7	6,2	4,3	5,7	5,5	4,7	0,9
UE-12 ²⁾	3,6	2,9	3,9	3,6	1,3	2,7	3,5	2,2	-
Zone euro	2,1	1,7	2,9	2,6	0,8	1,9	2,0	0,8	-1,4

Sources : Eurostat et sources nationales
Note : Données brutes pour tous les pays

1) UE-9 est l'agrégation des neuf États membres de l'UE hors zone euro qui ont rejoint l'Union européenne le 1^{er} mai 2004 ou le 1^{er} janvier 2007.

2) UE-12 est l'agrégation des douze États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2008.

de 0,7 % au Royaume-Uni, -0,2 % en Suède et -0,3 % au Danemark. L'activité économique en Pologne et en République tchèque a été légèrement moins affectée, ralentissant en 2008 à 5,4 % et 3,2 %, respectivement. Si la Roumanie et la Bulgarie ont enregistré des rythmes de croissance soutenus de, respectivement, 7,1 % et 6,0 % en 2008, l'activité économique dans ces pays a également ralenti plus nettement vers la fin de l'année, après une période prolongée de très forte croissance alimentée par la vigueur de la demande intérieure et une forte hausse des salaires et du crédit, et soutenue par d'importants flux d'investissements directs étrangers.

ÉVOLUTION DES PRIX

En 2008, l'inflation annuelle moyenne a progressé dans tous les États membres de l'UE hors zone euro (à l'exception de la Hongrie) et a nettement dépassé les objectifs fixés dans les pays ayant adopté une cible d'inflation. Cette accélération recouvre une tendance initiale à la hausse des taux d'inflation dans la plupart des pays au premier semestre, qui s'est inversée plus tard. En décembre 2008, l'inflation était inférieure à son niveau du début de l'année dans la plupart des pays.

Les taux d'inflation les plus élevés ont été observés dans les États baltes et en Bulgarie, l'IPCH annuel s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 10,6 % et 15,3 %. En Hongrie, en République tchèque et en Roumanie, l'IPCH annuel moyen s'est situé entre 6,0 % et 7,9 %, tandis que dans les autres pays (Danemark, Pologne, Royaume-Uni, Slovaquie et Suède), l'inflation s'est établie entre 3,3 % et 4,2 %.

L'un des principaux facteurs à l'origine de la hausse générale de l'inflation est commun à la quasi-totalité des pays de l'UE hors zone euro, à savoir le renchérissement prononcé des produits alimentaires et de l'énergie. Certains pays ont également relevé sensiblement les prix administrés et la fiscalité indirecte et, dans un certain nombre d'économies, la dépréciation de la devise nationale a contribué à la hausse de l'inflation. Enfin, dans certains cas, le dynamisme de la demande intérieure, l'accroissement des contraintes de capacité et des chocs affectant l'offre de produits agricoles ont également exercé de fortes tensions sur les salaires et les prix.

Les facteurs à l'origine de la très nette modération de l'inflation constatée fin 2008 ont été également communs à la plupart des pays.

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

(variations annuelles en pourcentage)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 T1	2008 T2	2008 T3	2008 T3
Bulgarie	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	12,4	14,0	12,5	9,0
République tchèque	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	7,6	6,7	6,5	4,4
Danemark	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	3,2	3,7	4,6	3,0
Estonie	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	11,3	11,5	11,0	8,7
Lettonie	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	16,3	17,5	15,6	11,9
Lituanie	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	10,8	12,3	12,0	9,4
Hongrie	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	6,9	6,8	6,3	4,2
Pologne	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,5	4,3	4,4	3,6
Roumanie	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	8,0	8,6	8,2	6,9
Slovaquie	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,4	4,0	4,5	3,9
Suède	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	3,1	3,6	4,0	2,7
Royaume-Uni	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9
UE-9 ¹⁾	5,3	3,8	3,3	4,2	6,4	6,8	7,0	6,7	5,2
UE-12 ²⁾	2,6	2,6	2,6	2,9	4,7	4,2	4,9	5,5	4,3
Zone euro	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3

Source : Eurostat

1) UE-9 est l'agrégation des neuf pays qui ont rejoint l'Union européenne le 1^{er} mai 2004 ou le 1^{er} janvier 2007.

2) UE-12 est l'agrégation des douze États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2008.

Premièrement, les taux d'inflation annuels ont commencé à diminuer lorsque les effets du choc de 2007 et début 2008 sur les prix mondiaux des matières premières se sont dissipés et que les prix du pétrole ont fortement baissé. Deuxièmement, les tensions sur la demande intérieure se sont atténuées parallèlement au ralentissement de la croissance économique dans les économies qui affichaient auparavant l'expansion la plus forte, ainsi que plus tard dans la plupart des autres États membres de l'UE hors zone euro, alors que la crise financière s'intensifiait. Néanmoins, les tensions sur les salaires sont demeurées sensibles dans un certain nombre de pays où la progression des salaires réels a continué d'être supérieure au rythme de croissance de la productivité, entraînant de fortes hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre.

POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Les situations budgétaires des États membres de l'UE hors zone euro ont été caractérisées par une très grande hétérogénéité en 2008. Seuls la Bulgarie, le Danemark et la Suède ont continué de dégager un excédent budgétaire. Les autres pays ont enregistré un déficit budgétaire, dans certains cas élevé (cf. tableau 8). Le ratio de déficit a dépassé 3 % du PIB en Lettonie, en Roumanie et au Royaume-Uni, et a été proche de ce niveau en Lituanie. La Hongrie a ramené son déficit de 5,0 % du PIB en 2007 à 3,3 % du PIB en 2008. Dans les États baltes, en Roumanie et au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Suède, les résultats budgétaires pour 2008 n'ont pas été à la hauteur des objectifs inscrits dans les programmes de convergence actualisés qui ont été présentés fin 2007 ou début 2008. Pour les États baltes comme pour le Royaume-Uni, cette situation résulte en partie de la forte dégradation des conditions macroéconomiques, qui a rendu insoutenables les budgets 2008 et la poursuite programmée de la progression des dépenses. Dans les autres pays de l'UE hors zone euro (Bulgarie, Danemark, Hongrie, Pologne, République tchèque et Slovaquie), les résultats budgétaires pour 2008 ont été globalement conformes, voire supérieurs aux objectifs des programmes de convergence.

Dans un contexte de détérioration générale de la situation économique et budgétaire, le Royaume-Uni, la Slovaquie et la Suède ont prévu ou mis en œuvre des programmes de relance vers la fin de l'année, tandis que plusieurs autres États membres de l'UE hors zone euro ont annoncé des plans d'assainissement budgétaire, parfois ambitieux, pour 2009. La Hongrie et la Lettonie, qui ont reçu un soutien financier d'urgence de la part notamment de l'UE et du FMI, ont engagé des programmes d'assainissement budgétaire substantiels pour 2009 et au-delà.

À fin 2008, la Hongrie et le Royaume-Uni ont été soumis à des procédures de déficit excessif. Le Conseil Ecofin a mis un terme en juin aux procédures de déficit excessif engagées à l'encontre de la République tchèque et de la Slovaquie, et en juillet à celle concernant la Pologne. En juin, la Commission européenne a adressé des recommandations à la Roumanie face au risque de dépassement du plafond de déficit de 3 % du PIB dans un contexte de forte croissance du PIB.

Le ratio de la dette publique est demeuré nettement inférieur à la valeur de référence de 60 % du PIB en 2008 dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro, seule la Hongrie ayant enregistré un ratio supérieur à 60 %. Toutefois, les évolutions ont été très différentes d'un pays à l'autre. Les ratios de dette ont augmenté au Danemark, en Estonie, en Lettonie, en Hongrie, en Pologne, en Roumanie et au Royaume-Uni, tandis qu'ils ont diminué ou sont restés quasiment inchangés dans les autres pays. La hausse de ce ratio dans la plupart des pays reflète principalement la détérioration de la croissance du PIB et des soldes budgétaires. Dans le cas du Royaume-Uni, elle est également liée dans une certaine mesure à l'incidence budgétaire des mesures de soutien d'urgence en faveur des institutions financières. Dans le cas du Danemark, la progression du ratio de dette publique reflète des émissions obligataires supérieures au besoin de financement.

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

(en pourcentage du PIB)

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

	2005	2006	2007	Actualisation 2007 des programmes de convergence	Prévision de la Commission européenne pour 2009
				2008	2008
Bulgarie	1,9	3,0	0,1	3,0	3,2
République tchèque	-3,6	-2,7	-1,0	-2,9	-1,2
Danemark	5,2	5,2	4,5	3,0	3,1
Estonie	1,5	2,9	2,7	1,3	-2,0
Lettonie	-0,4	-0,2	0,1	0,7	-3,5
Lituanie	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-2,9
Hongrie	-7,8	-9,3	-5,0	-4,0	-3,3
Pologne	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-2,5
Roumanie	-1,2	-2,2	-2,5	-2,9	-5,2
Slovaquie	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-2,2
Suède	2,4	2,3	3,6	2,8	2,3
Royaume-Uni	-3,4	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6
UE-9 ¹⁾	-3,7	-3,5	-2,0	-2,4	-2,6
UE-12 ²⁾	-2,3	-1,8	-1,5	-1,8	-2,8
Zone euro	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,7

Dettes brutes des administrations publiques

	2005	2006	2007	Actualisation 2007 des programmes de convergence	Prévision de la Commission européenne pour 2009
				2008	2008
Bulgarie	29,2	22,7	18,2	18,3	13,8
République tchèque	29,8	29,6	28,9	30,3	27,9
Danemark	36,4	30,7	26,3	21,6	30,3
Estonie	4,5	4,3	3,5	2,3	4,3
Lettonie	12,4	10,7	9,5	8,3	16,0
Lituanie	18,4	18,0	17,0	17,2	17,1
Hongrie	61,7	65,6	65,8	65,8	71,9
Pologne	47,1	47,7	44,9	44,2	45,5
Roumanie	15,8	12,4	12,7	13,6	15,2
Slovaquie	34,2	30,4	29,4	30,8	28,6
Suède	50,9	45,9	40,6	34,8	34,8
Royaume-Uni	42,3	43,4	44,1	44,8	50,1
UE-9 ¹⁾	38,5	37,4	35,5	35,6	36,6
UE-12 ²⁾	41,9	41,4	40,5	39,6	43,4
Zone euro	70,0	68,3	66,1	65,1	68,7

Sources : Données de la Commission européenne (pour la période 2005-2008), programmes de convergence actualisés (pour 2007), prévision intermédiaire 2009 de la Commission européenne pour 2008 et calculs de la BCE

Notes : Sur la base des définitions du SEC 95. Les données figurant dans les programmes de convergence pour 2008 sont des estimations établies par les gouvernements nationaux et peuvent donc différer des résultats définitifs.

1) UE-9 est l'agrégation des neuf États membres de l'UE hors zone euro qui ont rejoint l'Union européenne le 1^{er} mai 2004 ou le 1^{er} janvier 2007.

2) UE-12 est l'agrégation des douze États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2008.

ÉVOLUTIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Les soldes cumulés des comptes de transactions courantes et de capital des États membres de l'UE hors zone euro ont continué de présenter des différences considérables d'un pays à l'autre en 2008 (cf. tableau 9). Tandis que le Danemark et la Suède ont enregistré des

excédents, tous les autres pays ont affiché des déficits. Pour la plupart des pays qui ont adhéré à l'UE en 2004 ou ultérieurement, ces déficits sont une caractéristique normale du processus de rattrapage, puisqu'ils reflètent des opportunités d'investissement favorables et un lissage de la consommation dans le temps.

Tableau 9 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'investissements de portefeuille			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bulgarie	-11,3	-17,1	-20,6	-22,7	14,7	23,3	21,8	18,0	-4,7	1,3	-1,6	-2,4
République tchèque	-1,2	-2,3	-1,2	-1,4	9,4	2,8	4,5	4,9	-2,7	-0,8	-1,5	1,3
Danemark	4,5	2,9	0,7	1,6	-1,3	-2,1	-2,8	-3,6	-4,5	-6,3	-2,0	-6,2
Estonie	-9,2	-14,6	-16,9	-10,5	15,7	4,2	5,3	5,5	-16,0	-8,0	-2,4	0,5
Lettonie	-11,2	-21,3	-20,6	-13,0	3,6	7,5	6,7	4,4	-0,8	0,2	-2,3	1,2
Lituanie	-5,8	-9,5	-12,8	-12,4	2,6	5,1	3,6	2,5	-1,0	-0,8	-0,8	0,7
Hongrie	-6,7	-7,1	-5,1	-5,7	5,0	1,0	3,2	1,7	3,9	5,5	-1,6	1,7
Pologne	-0,9	-2,1	-3,6	-3,7	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
Roumanie	-7,9	-10,5	-13,1	-13,2	6,6	8,9	5,8	6,3	1,0	-0,2	0,4	-0,2
Slovaquie	-8,5	-7,8	-4,7	-5,2	4,8	7,5	3,8	2,8	-2,0	2,9	-1,0	1,3
Suède	7,0	7,8	8,4	8,0	-4,5	0,6	-3,7	2,0	-0,1	-5,2	2,2	-2,0
Royaume-Uni	-2,5	-3,4	-2,7	-1,3	4,4	2,6	-2,7	-2,8	-1,5	1,1	8,4	20,5
UE-9 ¹⁾	-4,1	-5,5	-5,5	-5,6	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
UE-12 ²⁾	-1,0	-1,8	-1,5	-0,8	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7
Zone euro	0,3	0,2	0,6	-0,2	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6

Source : BCE

Note : Les données pour 2008 correspondent à la somme des quatre trimestres jusqu'au troisième trimestre 2008.

1) UE-9 est l'agrégation des neuf pays qui ont rejoint l'Union européenne le 1^{er} mai 2004 ou le 1^{er} janvier 2007.

2) UE-12 est l'agrégation des douze États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2008.

Toutefois, les déficits très élevés des comptes de transactions courantes et de capital observés dans certains États membres de l'UE hors zone euro résultent également de la vigueur de la demande intérieure, de conditions de financement favorables à l'échelle mondiale et de la forte croissance du crédit. Les turbulences sur les marchés internationaux de capitaux en 2008 et leurs répercussions sur l'économie réelle ont entraîné un ralentissement ou une contraction de la demande intérieure, ce qui a contribué à la réduction des déficits dans plusieurs pays de l'UE hors zone euro.

En ce qui concerne les pays affichant un déficit élevé, la contraction du déficit cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital a été la plus prononcée en Estonie et en Lettonie, même si les déficits considérés sont demeurés très substantiels fin 2008. En Lituanie, le déficit a diminué dans une bien moindre mesure, en Roumanie, il est demeuré pratiquement inchangé, tandis qu'en Bulgarie, il a encore augmenté. Dans tous les pays précités, le déficit est resté supérieur à 10 % du PIB, celui de la Bulgarie dépassant 20 %.

S'agissant des pays dont le déficit extérieur est plus faible, seul le Royaume-Uni a enregistré une contraction de son déficit en 2008. En Pologne et en République tchèque, le déficit est demeuré globalement stable tandis qu'en Hongrie et en Slovaquie, il a légèrement augmenté. Les déséquilibres extérieurs de la plupart de ces pays sont imputables à un déficit des échanges de biens, à l'exception de la Hongrie, de la République tchèque et de la Slovaquie, où le déficit du solde des revenus a été le facteur le plus important. Par rapport à 2007, les entrées nettes au titre des investissements directs ont baissé dans certains pays en 2008. La plupart des États membres de l'UE hors zone euro ont enregistré un déficit de la balance de base, c'est-à-dire la somme des soldes du compte de transactions courantes, du compte de capital et des investissements directs nets, qui a dépassé 4 % du PIB dans plusieurs économies. Les flux nets au titre des investissements de portefeuille ont été négatifs ou globalement neutres dans tous les États membres de l'UE hors zone euro, à l'exception du Royaume-Uni. Les flux nets au titre des autres investissements sont demeurés largement positifs dans la plupart des pays qui

ont adhéré à l'UE en 2004 ou ultérieurement, reflétant essentiellement des prêts consentis par des banques étrangères ayant le statut de maison mère à leurs filiales dans la région.

ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE

En 2008, 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, de la Lituanie et de la Slovaquie 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 38). 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

unilatéraux n'imposent à la BCE aucune obligation supplémentaire. Il a été convenu, en particulier, que l'Estonie et la Lituanie puissent rejoindre 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 tous les pays précités à l'exception du Danemark) reposent tous également sur un certain nombre d'autres 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.

Avant la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, les écarts de rendement sur les marchés monétaires étaient relativement stables dans la plupart des pays considérés, en dépit d'une certaine volatilité des marchés en Lettonie. Au quatrième trimestre 2008, tandis que les évolutions de taux de change continuaient de refléter les régimes de change officiels, l'intensification de la crise financière mondiale, la détérioration des perspectives économiques, les inquiétudes des investisseurs quant aux vulnérabilités extérieures de certains pays, conjuguées à la dégradation de la notation attribuée à la Lettonie et à la Lituanie ainsi qu'à la décision des agences de notation de placer sous examen l'Estonie en vue d'une dégradation de sa notation, ont contribué à un creusement rapide et prononcé des écarts de rendement sur les marchés obligataires et monétaires par rapport à la zone euro dans tous les pays participant au MCE II, à l'exception de la Slovaquie. En Lettonie, où le creusement des écarts de rendement sur le marché monétaire a été particulièrement important, ainsi qu'au Danemark, les banques centrales ont soutenu leur monnaie en procédant à des interventions sur le marché des changes et en augmentant l'écart

Graphique 38 Évolutions au sein du 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. Le cours pivot de la couronne slovaque a été réévalué de 8,5 % le 16 mai 2007 et de 17,6472 % le 29 mai 2008.

de leurs taux directeurs par rapport à ceux de la zone euro. Dans le contexte d'un ralentissement marqué de l'activité économique et de tensions affectant le système financier, la Lettonie a nationalisé la plus grande de ses banques et mis en place en décembre 2008 un programme multilatéral coordonné de soutien financier pour un montant de 7,5 milliards d'euros. Ce programme comporte des mesures de stabilisation du secteur financier, d'importantes réformes économiques à l'échelle nationale, une stratégie d'assainissement budgétaire et des réductions de salaires significatives dans le secteur public. Il repose sur le maintien de l'ancrage du taux de change dans l'actuelle marge de fluctuation étroite, pour permettre à la Lettonie de rejoindre la zone euro dans les meilleurs délais.

En revanche, la perspective de l'entrée de la Slovaquie dans la zone euro semble avoir préservé la couronne slovaque des conséquences négatives de la crise financière mondiale. Au premier semestre 2008, la couronne s'est considérablement renforcée vis-à-vis de la monnaie unique. Le 29 mai, son cours pivot a été réévalué de 17,6472 %, s'établissant à 30,1260 couronnes pour un euro. Après la décision du Conseil de l'UE en juillet 2008 autorisant la Slovaquie à adopter l'euro, la couronne est restée proche de son nouveau cours pivot, qui est également le taux de conversion retenu lorsque l'euro a été introduit en Slovaquie le 1^{er} janvier 2009.

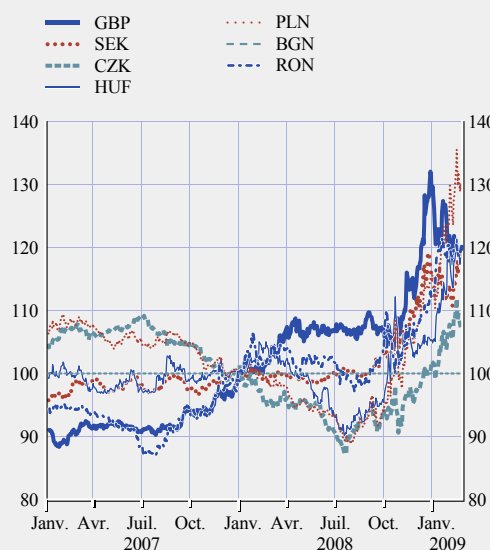
En ce qui concerne les devises des États membres de l'UE hors zone euro qui ne participaient pas au MCE II, les évolutions ont été très différentes selon les pays (cf. graphique 39). La plupart des monnaies sont restées globalement stables au premier semestre 2008, tandis que certaines, comme la couronne tchèque, le forint hongrois et le zloty polonais, se sont renforcées et ont atteint des niveaux record contre l'euro. À compter de septembre, toutefois, l'aggravation de la crise financière, dans un contexte de réduction marquée de l'effet de levier financier au niveau mondial et de graves dysfonctionnements des marchés interbancaires à l'échelle internationale, a entraîné une dépréciation rapide et prononcée

de plusieurs devises, notamment le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain et, dans une moindre mesure, la couronne tchèque.

Le programme international conjoint de soutien financier en faveur de la Hongrie, destiné à apaiser les tensions observées sur les marchés de capitaux, a permis dans un premier temps (fin octobre et en novembre) de réduire les pressions à la baisse tant sur le forint que sur d'autres devises de la région. Toutefois, la détérioration des perspectives économiques, les inquiétudes des investisseurs quant aux vulnérabilités extérieures de certains pays, conjuguées à l'abaissement des notations de la Bulgarie, de la Hongrie et de la Roumanie en octobre et en novembre, ont entraîné une nouvelle dépréciation du zloty, du forint, du leu et, dans une moindre mesure, de la couronne tchèque. Fort du dispositif de caisse d'émission ancré à l'euro, le lev bulgare est demeuré stable contre euro, malgré un creusement des écarts de taux d'intérêt vis-à-vis de la zone euro. La livre sterling s'est fortement dépréciée contre l'euro au quatrième trimestre 2008 alors que montaient les craintes de récession au Royaume-Uni et

Graphique 39 Évolutions des monnaies de l'UE n'appartenant pas au MCE II

(données quotidiennes ; indice : 2 janvier 2008 = 100)



Source : BCE

que diminuaient les écarts de taux d'intérêt par rapport à la zone euro. Durant les deux premiers mois de 2009, elle s'est légèrement appréciée dans un contexte de forte volatilité. La couronne suédoise s'est fortement dépréciée vis-à-vis de l'euro courant 2008.

ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

Entre janvier et décembre 2008, les rendements des emprunts publics à long terme dans les États membres de l'UE hors zone euro (hormis l'Estonie, pour laquelle il n'existe aucun taux d'intérêt à long terme comparable) ont été fortement affectés par la crise financière mondiale. Les réaménagements de portefeuille résultant d'une augmentation générale de l'aversion des investisseurs pour le risque ont été des facteurs importants à l'origine des évolutions du marché obligataire dans ces pays. Durant la première partie de 2008, les rendements des emprunts publics dans la plupart des pays de l'UE hors zone euro ont suivi une évolution analogue à celle de la zone euro, marquée par une relative stabilité des rendements. La période suivante a été caractérisée par une divergence accentuée entre les pays n'appartenant pas à la zone euro, certains affichant des rendements en recul, comme dans la zone euro, tandis que les autres enregistraient de fortes hausses. En décembre 2008, les taux d'intérêt à long terme dans les États membres de l'UE hors zone euro se situaient, en moyenne, quelque 85 points de base au-dessus de leur niveau de début 2008, tandis qu'ils avaient diminué de 34 points de base dans la zone euro. Les plus fortes hausses ont été observées en Lituanie et en Lettonie (de 430 et 330 points de base, respectivement), reflétant principalement les difficultés croissantes de leur gouvernement à respecter ses engagements financiers dans un contexte de détérioration marquée de la croissance économique.

Entre janvier et décembre 2008, les écarts de rendement des emprunts publics par rapport à la zone euro ont augmenté en moyenne dans les États membres de l'UE hors zone euro. En Lituanie et en Lettonie, ils ont ainsi atteint des pics historiques, ressortant à quelque 500 points de base en décembre.

Comme les marchés obligataires, en 2008, les indices boursiers ont pâti dans tous les pays de l'UE hors zone euro d'une incertitude accrue, d'un ressenti négatif à l'égard des évolutions économiques à venir et d'informations signalant de nouvelles pertes dans le secteur financier. Les marchés boursiers ont été généralement caractérisés par une forte volatilité et des reculs prononcés des cours, de 50 % en moyenne entre décembre 2007 et décembre 2008. Les cours ont chuté le plus fortement en Bulgarie et en Roumanie, de plus de 70 %, reflétant principalement le risque accru que les investisseurs estimaient prendre sur les marchés de capitaux de ces pays.

POLITIQUE MONÉTAIRE

L'objectif final 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 largement d'un pays à l'autre (cf. tableau 10).

En 2008, la politique monétaire et les régimes de change de la plupart des États membres de l'UE hors zone euro n'ont guère évolué. Cependant, en février, la Hongrie a remplacé l'ancrage à l'euro par un flottage pur du taux de change et assoupli le régime fondé sur une cible d'inflation. Un certain nombre d'améliorations ont été apportées au cadre de la politique monétaire de plusieurs autres pays dans la perspective de l'intégration monétaire dans la zone euro.

L'intensification des turbulences financières mondiales à l'automne 2008 a posé plusieurs défis à la politique monétaire de la plupart des pays concernés, plusieurs d'entre eux étant confrontés à des contraintes de liquidité sur les marchés interbancaires ainsi qu'à des tensions sur leur marché des changes. Les réponses apportées par les 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 en 2008, la plupart des banques centrales participant au MCE II ont adopté des mesures de politique

Tableau 10 Stratégies officielles de politique monétaire des États membres de l'Union européenne 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 par 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 par 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 par 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 par euro. La Lettonie maintient une marge de fluctuation de ± 1 % dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Lituanie	Objectif de taux de change	Litas lituanien	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour d'un cours pivot de LTL 3,45280 par euro. La Lituanie maintient son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Hongrie	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 : 3,8 % et 3,5 %, ± 1 point de pourcentage pour fin 2008 et fin 2009, respectivement. Régime de change : flottement administré
Slovaquie	Cible d'inflation sous les conditions du MCE II	Couronne slovaque	Participait au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour d'un cours pivot de SKK 35,4424 par euro, modifié à SKK 30,1260 à compter du 29 mai. La cible a porté sur une inflation inférieure à 2 % à fin 2008. A adopté l'euro le 1 ^{er} janvier 2009.
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 % (hausse en glissement annuel de l'IPC) ¹⁾ . En cas d'écart supérieur à 1 point de pourcentage, le Comité de politique monétaire devra adresser une lettre ouverte au ministre des Finances. Régime de change : flottement pur.

Source : SEBC

1) L'IPC est identique à l'IPCH.

monétaire qui faisaient souvent écho à celles prises par la BCE. En juillet, la BCE a relevé le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 25 points de base, avant d'abaisser son principal taux directeur au dernier trimestre de l'année à trois reprises, de 175 points de base au total.

La Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie), le Lietuvos bankas et l'Eesti Pank 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. En outre, compte tenu de la détérioration de la confiance dans les banques nationales et des tensions affectant la liquidité

sur les marchés interbancaires, les banques centrales bulgare et lituanienne ont réduit le niveau des réserves obligatoires pour atténuer les contraintes sur la liquidité.

S'agissant des pays participant au MCE II et n'ayant pas adopté un dispositif de caisse d'émission, la Latvijas Banka, qui observe une marge de fluctuation de ± 1 % autour de son cours pivot sous la forme d'un engagement unilatéral, a maintenu son taux directeur à 6 % tout au long de l'année. Toutefois, elle a relevé de 100 points de base le taux de la facilité de dépôt pour le porter à 3 % et modulé les taux de la facilité de prêt marginal en fonction du nombre de jours d'utilisation au cours de la période de trente jours précédente. La Latvijas Banka a par ailleurs abaissé en cinq étapes le taux des réserves obligatoires sur les engagements bancaires d'une durée supérieure à deux ans, de 500 points de base au total, le ramenant à 3 %, et de 300 points de base au total sur les autres engagements, à 5 %, afin de réduire les contraintes sur la liquidité du secteur bancaire. En décembre, elle a également conclu avec la Sveriges Riksbank et la Danmarks Nationalbank un accord de *swap*, qui lui permet d'emprunter jusqu'à 500 millions d'euros à court terme afin de préserver la stabilité macroéconomique et financière.

La Danmarks Nationalbank a relevé son principal taux directeur en quatre étapes, de 125 points de base au total entre mai et octobre 2008. Si l'une de ces décisions (en juillet) a suivi un relèvement de 25 points de base opéré par la BCE, les autres ont été prises alors que la BCE avait laissé inchangé, ou avait même réduit le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, et visaient à creuser l'écart par rapport aux taux directeurs de la zone euro. Les hausses de taux d'intérêt décidées par la Danmarks Nationalbank avaient pour objectif de soutenir la couronne qui s'était affaiblie lors des périodes de tensions sur les marchés de change. En octobre, la Danmarks Nationalbank et la BCE ont annoncé la conclusion d'un accord de *swap* pour un montant de 12 milliards d'euros destiné à renforcer la liquidité en euros sur les marchés

à court terme. Il faisait suite à la conclusion d'un accord similaire par la Danmarks Nationalbank avec le Système fédéral de réserve des États-Unis en septembre. Après une atténuation des tensions sur les marchés de capitaux danois, la Danmarks Nationalbank s'est alignée sur la BCE en novembre et décembre 2008 et a réduit son taux directeur en deux étapes, de 125 points de base au total.

En vue de l'adoption prochaine de l'euro par la Slovaquie, la Národná banka Slovenska a suivi les décisions de politique monétaire de la BCE à partir d'octobre 2008 et abaissé son taux de pension en trois étapes, de 175 points de base au total, le ramenant à 2,5 %. Elle a également ramené à 100 points de base le corridor des taux au jour le jour autour de ce taux.

La plupart des BCN ayant adopté une cible d'inflation et ne participant pas au MCE II ont durci l'orientation de leur politique monétaire début 2008 afin de contenir les tensions inflationnistes résultant pour une grande part des hausses des prix des produits alimentaires et de l'énergie, mais aussi d'une croissance soutenue des salaires dans certains pays. Sur les trois premiers trimestres 2008, la Sveriges Riksbank, la Magyar Nemzeti Bank et le Narodowy Bank Polski ont chacune relevé leur principal taux directeur d'un total de 100 points de base en plusieurs étapes, tandis que la Banca Națională a României a augmenté le sien de 275 points de base en six étapes. La Česká národní banka n'a relevé son taux directeur qu'une fois, de 25 points de base en février et a annulé cette décision en août. La Bank of England, qui avait commencé à réduire ses taux directeurs dès décembre 2007, a continué de les abaisser durant les trois premiers trimestres 2008.

Les tensions inflationnistes s'étant atténuées sous l'effet de la baisse des prix des matières premières, de la dégradation des perspectives économiques et d'une intensification de la crise financière mondiale, la plupart des BCN ayant adopté une cible d'inflation ont réduit leurs taux directeurs au quatrième trimestre 2008.

Le 8 octobre, la Bank of England et la Sveriges Riksbank ont abaissé leurs taux de 50 points de base dans le cadre d'une action concertée avec la BCE et d'autres banques centrales n'appartenant pas à l'UE. Le 22 octobre, toutefois, la Magyar Nemzeti Bank a relevé son taux directeur de 300 points de base en réaction aux évolutions sur les marchés de capitaux. En revanche, la Bank of England et la Sveriges Riksbank ont continué d'abaisser leurs taux en plusieurs étapes, de 300 points de base et 275 points de base au total, respectivement, au quatrième trimestre. Les banques centrales de Hongrie, de Pologne et de la République tchèque ont elles aussi pratiqué une série de réductions des taux directeurs de 125, 100 et 150 points de base au total, respectivement, en novembre et décembre.



L'ancien Président de la BCE, Willem F. Duisenberg, se rend à la cérémonie d'inauguration de la BCE en compagnie de son épouse Gretta et du Chancelier allemand Helmut Kohl, le 30 juin 1998

CHAPITRE 2

LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE

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

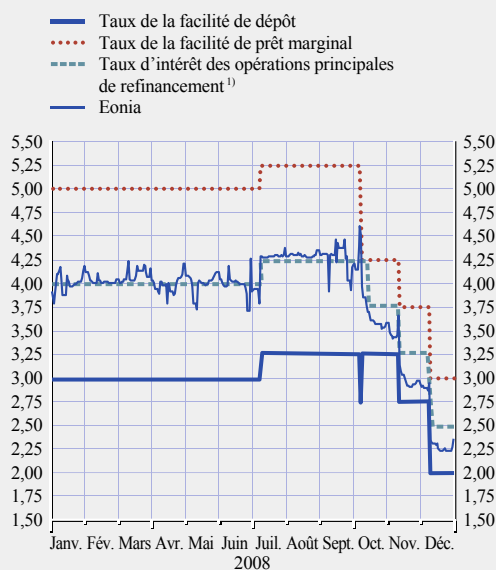
I.1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Les opérations de politique monétaire de l'Eurosystème comprennent, d'une part, les opérations d'*open market*, telles que les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme et les opérations de réglage fin et, d'autre part, les facilités permanentes. Au sein du cadre opérationnel afférent à la conduite de la politique monétaire, qui repose sur un système de réserves obligatoires, ces instruments sont utilisés pour gérer les conditions de la liquidité sur le marché monétaire interbancaire, afin de piloter les taux d'intérêt à très court terme vers un niveau proche du taux directeur de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs a adopté des décisions affectant les taux directeurs de la BCE à quatre reprises en 2008. Le 3 juillet, il a décidé de les relever de 25 points de base, les portant à 4,25 %. Les 8 octobre, 6 novembre et 4 décembre, il les a abaissés à 3,75 %, 3,25 % et 2,50 %, respectivement. En outre, le 8 octobre, le Conseil des gouverneurs a décidé de réduire, à compter du 9 octobre, le corridor constitué par les taux des facilités permanentes de 200 à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Par conséquent, le taux de la facilité de prêt marginal a été fixé à 50 points de base au-dessus du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, tandis que le taux de la facilité de dépôt a été porté à 50 points de base au-dessous du taux des opérations principales de refinancement. Le 18 décembre, le Conseil des gouverneurs a pris la décision de ramener, à partir du 21 janvier 2009, le corridor à son niveau d'avant octobre.

La mise en œuvre de la politique monétaire tout au long de 2008 a été guidée par les efforts déployés par l'Eurosystème en vue de réagir aux tensions sur les marchés monétaires dans le contexte des turbulences financières. Dans le cadre d'un premier ensemble de mesures, au cours de la période se terminant en septembre, l'Eurosystème a préalimenté la fourniture de

Graphique 40 Taux directeurs de la BCE et Eonia



Source : BCE

1) Taux de soumission minimal jusqu'au 14 octobre 2008 ; taux fixe à compter du 15 octobre 2008

liquidité au début de la période de constitution de réserves, permettant aux banques de remplir leurs obligations de réserves un peu plus tôt dans la période, tout en la réduisant en fin de période. L'apport total de liquidité sur l'ensemble de la période de constitution est dès lors resté inchangé. Parallèlement, l'échéance moyenne des opérations d'*open market* a été étendue en augmentant la part de la liquidité fournie par le biais des opérations à plus long terme.

La BCE a lancé un deuxième ensemble de mesures en octobre 2008 à la suite d'une détérioration notable des conditions prévalant sur les marchés financiers après la faillite de Lehman Brothers. Ces mesures comprenaient le passage à une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, pour les opérations d'*open market*, la réduction du corridor constitué par les taux des facilités permanentes de 200 à 100 points de base et l'élargissement de la liste des actifs éligibles admis en garantie des concours de l'Eurosystème.

Toutes ces mesures avaient pour objet d'assurer aux banques solvables un accès continu à la liquidité et, partant, de contribuer à améliorer le fonctionnement défaillant du marché monétaire, tout en pilotant les taux d'intérêt à court terme (cf. encadré 10 pour plus de détails).

Encadré 10

LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LE CONTEXTE DE LA RÉCENTE VOLATILITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Les turbulences sur les marchés financiers ont affecté la conduite des opérations de politique monétaire tout au long de 2008. Le présent encadré décrit les opérations de politique monétaire menées par la BCE dans le contexte de ces turbulences. Il se concentre sur les mesures de gestion de la liquidité, en ce qui concerne tant les opérations en euros que celles en devises, et examine la manière dont le dispositif de garanties a contribué à la mise en œuvre de la politique monétaire durant cette période.

Deux phases de gestion de la liquidité peuvent être identifiées en 2008. La première couvre la période allant de janvier à septembre, au cours de laquelle la BCE a largement continué à appliquer les mesures qu'elle avait prises au second semestre 2007. La seconde phase a débuté par la faillite de Lehman Brothers en septembre, laquelle a intensifié les tensions sur le marché monétaire et conduit à l'adoption d'un nouvel ensemble de mesures de gestion de la liquidité.

La gestion de la liquidité de janvier à septembre 2008

Les mesures décidées par la BCE pour faire face aux tensions sur le marché monétaire au cours de la période allant de janvier à septembre 2008 peuvent être regroupées sous trois titres :

1 Avancer la fourniture de liquidité au cours de la période de constitution

Durant cette période, la BCE a accru son apport de liquidité au début de la période de constitution, tout en le réduisant en fin de période. Cette « préalimentation » de liquidité a permis aux contreparties de remplir leurs obligations de réserves un peu plus tôt dans la période de constitution, mais n'a pas modifié l'apport moyen de liquidité sur l'ensemble de la période. Il est apparu que les établissements de crédit ont préféré satisfaire leurs obligations de réserves tôt dans un contexte de grande incertitude et de contraction des transactions, en particulier sur les compartiments à plus long terme du marché monétaire. La BCE a mené, à plusieurs reprises, des opérations de réglage fin lors de la période de constitution dans le but de piloter les taux d'intérêt à court terme à un niveau proche du taux directeur.

2 Opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires

Le montant total du refinancement en cours fourni par les opérations à plus long terme, qui est passé de quelque 30 % avant le début des turbulences en juillet 2007 à 60 % environ en janvier 2008, est demeuré globalement inchangé au cours de cette période. Le 7 février 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé¹ de renouveler les deux opérations de refinancement à

¹ La liste complète des déclarations publiées par la BCE est disponible à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/communication.en.html>

plus long terme supplémentaires à échéance de trois mois qui avaient été introduites en 2007 en vue de contribuer à la normalisation du marché monétaire (pour un montant initial de 60 milliards d'euros, montant qui a par la suite été ramené à 50 milliards). Parallèlement, l'échéance moyenne du refinancement en cours a été de nouveau étendue par l'introduction d'opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires assorties d'une échéance de trois et de six mois. Le 28 mars 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé de mener des opérations supplémentaires à échéance de trois mois d'un montant de 50 milliards d'euros ainsi que des opérations d'une durée de six mois. Les premières opérations à échéance de six mois ont été réglées le 3 avril et le 10 juillet pour un montant de 25 milliards d'euros chacune. Ces opérations ont toutes été renouvelées en 2008 lorsqu'elles sont arrivées à échéance.

3 Opérations en liaison avec le dispositif temporaire d'adjudication en dollars (*US dollar Term Auction Facility*)

Afin de répondre aux perturbations sur les marchés européens de financement en dollars engendrées par les turbulences sur les marchés financiers, la BCE a mis en place en 2007 un dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de *swap*) avec le Système fédéral de réserve. 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.

L'Eurosystème a octroyé de la liquidité en dollars pour la première fois en décembre 2007, en deux opérations qui ont été renouvelées en janvier 2008. La demande de dollars s'étant atténuée à la suite de ces opérations, l'Eurosystème a temporairement interrompu ses opérations d'apport de liquidité en dollars en février. Toutefois, les tensions sur la liquidité observées sur certains marchés de financement se sont à nouveau accrues en février et au début du mois de mars, ce qui a incité plusieurs banques centrales à coordonner leur action afin de répondre à ces nouvelles tensions. Dans ce cadre, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 11 mars, de réactiver l'apport de liquidité en dollars à ses contreparties.

Des financements en dollars d'une durée de 28 jours ont été fournis une semaine sur deux pour un montant de 15 milliards de dollars par adjudication. Cependant, le montant de chacune des adjudications, qui ont eu lieu toutes les deux semaines, a été porté à 25 milliards de dollars le 2 mai, compte tenu de la persistance des tensions sur certains marchés de financement, comme en témoignent les taux élevés appliqués aux dépôts pour une durée supérieure à 24 heures (une semaine par exemple) dans plusieurs devises, les taux en dollars inhabituellement élevés dérivés des taux de *swap* de change et la demande soutenue dans le cadre des opérations en dollars de l'Eurosystème.

En vue de mieux répondre aux besoins de financement en dollars des banques, les facilités existantes de financement en dollars de l'Eurosystème ont été renforcées le 30 juillet. En coopération avec le Système fédéral de réserve, la BCE a annoncé l'instauration d'un dispositif temporaire d'adjudication d'une durée de 84 jours, en complément des financements existants en dollars d'une durée de 28 jours. Le montant total est néanmoins resté inchangé à 50 milliards de dollars.

La gestion de la liquidité d'octobre à décembre 2008

Étant donné que les tensions affectant tous les compartiments du marché monétaire se sont intensifiées mi-septembre 2008, la BCE a adopté cinq nouvelles mesures de gestion de la liquidité.

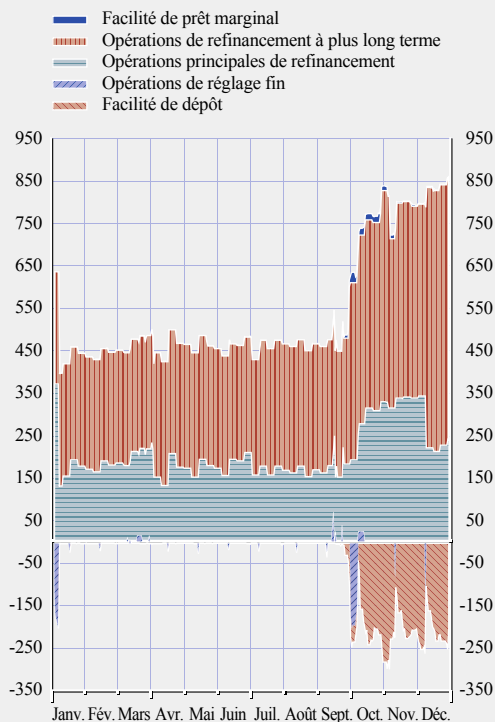
1 Appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie

Le renforcement des tensions sur les marchés financiers durant la deuxième moitié de septembre et au début du mois d'octobre 2008 a engendré de nouvelles perturbations sur les marchés monétaires, les établissements de crédit éprouvant de plus en plus de difficultés à obtenir des financements sur le marché monétaire. Face à ces développements, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 8 octobre, qu'à compter du 15 octobre, et au moins jusqu'à la fin de la période de constitution se terminant le 20 janvier 2009, toutes les opérations principales de refinancement seraient effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Cette mesure avait pour objet de montrer aux intervenants de marché que la BCE était disposée à fournir autant de liquidité que nécessaire pour prévenir une crise de liquidité. Elle a sensiblement accru le volume total des opérations d'*open market* en cours libellées en euros, dans la mesure où la fourniture de liquidité était désormais déterminée par le montant global des soumissions présentées par les contreparties (cf. graphique A). La politique visant à servir la totalité des soumissions a été *de facto* mise en œuvre le 9 octobre par le biais d'une opération de réglage fin d'apport de liquidité au cours de laquelle toutes les soumissions ont été servies.

En outre, le 15 octobre, le Conseil des gouverneurs a décidé d'appliquer également la procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aux opérations de refinancement à plus long terme

Graphique A Fourniture de liquidité par le biais des opérations d'*open market* et de l'utilisation des facilités permanentes

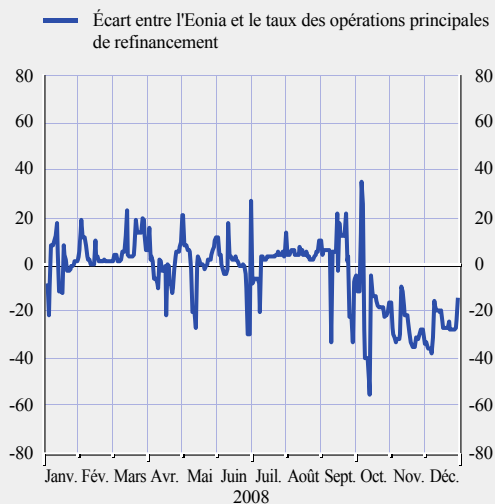
(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique B Écart entre l'Eonia et le taux des opérations principales de refinancement

(jusqu'au 14 octobre : taux de soumission minimal ; à partir du 15 octobre : taux fixe)



Source : BCE

(ainsi qu'aux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires), à compter du 30 octobre et au moins jusqu'à la fin du premier trimestre 2009.

Cet accroissement de l'apport de liquidité a nettement allégé les tensions sur le compartiment à court terme du marché monétaire et a entraîné un recul généralisé de l'Eonia dès la date des annonces (cf. graphique B). Entre mi-octobre et la fin 2008, l'Eonia a été systématiquement inférieur au taux des opérations principales de refinancement. De plus, l'Eonia s'est replié au cours de chaque période de constitution, conformément au respect progressif par les contreparties de leurs obligations de réserves et au recours croissant de la facilité de dépôt.

2 Réduction du corridor constitué par les taux des facilités permanentes

Le 8 octobre, le Conseil des gouverneurs a également décidé de réduire la largeur du corridor constitué par les deux facilités permanentes (à savoir la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt) de 200 à 100 points de base. Le taux de la facilité de prêt marginal a été fixé à 50 points de base au-dessus du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, et le taux de la facilité de dépôt a été porté à 50 points de base au-dessous du taux des opérations principales de refinancement. La réduction du corridor visait à faciliter davantage la gestion de la liquidité par les banques en offrant une intermédiation meilleur marché au secteur bancaire. Cette mesure est entrée en vigueur le 9 octobre et est restée d'application jusqu'au 20 janvier 2009, lorsque le corridor a été rétabli à 200 points de base.

3 Opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires

À la suite d'une décision adoptée par le Conseil des gouverneurs le 15 octobre, la fourniture de refinancements à plus long terme a été renforcée en renouvelant des opérations existantes et en lançant de nouvelles. Par conséquent, quatre opérations à plus long terme ont été menées durant chaque période de constitution : une assortie d'une échéance correspondant à la durée de la période de constitution (opération de refinancement spéciale), deux d'une durée de trois mois, et une d'une durée de six mois. Ainsi, fin 2008, la part des opérations principales de refinancement dans le volume total de refinancement a été réduite à 28 % environ, tandis que les 72 % restants correspondent aux opérations de refinancement à plus long terme, aux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et à l'opération de refinancement spéciale (cf. graphique A).

4 Opérations supplémentaires d'apport de liquidité en dollars et en francs suisses

Les opérations d'apport de liquidité en dollars de l'Eurosystème

Les tensions affectant les marchés monétaires libellés en dollars se sont nettement aggravées à partir de mi-septembre 2008. En particulier, les taux appliqués aux dépôts en dollars durant les heures de négociation en Asie et en Europe ainsi que durant les premières heures de négociation aux États-Unis étaient très élevés, atteignant parfois des niveaux supérieurs à 10 %. La liquidité sur le marché des *swaps* de change était également anormalement peu abondante dans le contexte de l'apparition de signes de tensions accrues et de segmentation du marché, l'accès au financement en dollars devenant extrêmement difficile pour les établissements hors États-Unis. En réaction, l'Eurosystème a renforcé son apport de liquidité en dollars à ses contreparties en ajoutant des opérations d'une durée de sept jours et puis de 24 heures aux opérations d'une durée de 28 et de 84 jours existantes. Il a aussi augmenté en deux phases les montants offerts

aux contreparties dans le cadre de ces opérations d'apport de liquidité en dollars, en étendant à chaque fois l'accord de *swap* conclu avec le Système fédéral de réserve. Début octobre, les montants maximums fournis par le biais des opérations d'apport de liquidité en dollars menées par l'Eurosystème ont atteint 50 milliards de dollars pour les opérations à 24 heures, 40 milliards de dollars pour les opérations d'une durée de 28 jours et 20 milliards de dollars pour les opérations d'une durée de 84 jours.

Le 15 octobre, compte tenu du degré d'incertitude élevé prévalant dans le système bancaire, la BCE s'est engagée, en coopération avec le Système fédéral de réserve, à servir la totalité des soumissions à un taux fixe pour les opérations d'une durée de 7, 28 et 84 jours, tandis que les opérations à 24 heures ont été interrompues.

Afin d'atténuer le problème potentiel de disponibilité insuffisante de garanties éligibles, étant donné la procédure d'appel d'offres à taux fixe intégralement servies dans le cadre des opérations d'apport de liquidité en euros et en dollars, la BCE a annoncé le 15 octobre 2008 que l'Eurosystème mènerait également des opérations d'apport de liquidité en dollars sous la forme de *swaps* de change EUR/USD. Ces opérations de *swaps* de change, effectuées parallèlement aux opérations de pension adossées à des garanties en dollars existantes, ont aussi été financées par le biais de l'accord de *swap* conclu avec le Système fédéral de réserve, lequel a été étendu jusqu'au 30 avril 2009.

Les opérations de pension en dollars menées par l'Eurosystème ont continué à répondre à une demande relativement soutenue, avec des montants de soumissions importants et un grand nombre de soumissionnaires, tandis que la participation aux opérations de *swaps* de change en dollars est globalement restée très limitée au regard du volume des soumissions et du nombre de participants.

Les opérations d'apport de liquidité en francs suisses de l'Eurosystème

Les tensions accrues observées en octobre 2008 sur les marchés monétaires internationaux se sont également traduites par des pressions à la hausse sur les taux à court terme du marché monétaire en francs suisses. Parallèlement, les besoins de financement en francs suisses des banques qui n'ont pas directement accès aux opérations de la Banque nationale suisse ont augmenté, notamment dans la zone euro. C'est pourquoi, le 15 octobre, la Banque nationale suisse et la BCE ont annoncé des mesures conjointes visant à accroître la liquidité sur les marchés monétaires à court terme en francs suisses, l'Eurosystème fournissant à ses contreparties des financements en francs suisses reçus *via* un accord de *swap* conclu avec la Banque nationale suisse.

La fourniture par l'Eurosystème de liquidité en francs suisses a pris 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. Ces *swaps* ont été initialement introduits pour une durée de sept jours seulement, mais ont été complétés par la suite par des *swaps* d'une durée de trois mois afin de réduire les tensions régnant sur ce compartiment des marchés monétaires en francs suisses.

Le montant maximal pour chacun de ces appels d'offres a été fixé à 20 milliards d'euros pour les opérations d'une durée de sept jours et à 5 milliards d'euros pour les opérations d'une durée de 84 jours. Les *swaps* de change EUR/CHF ont satisfait une demande relativement modérée, avec un volume de soumissions inférieur au montant maximal lors de toutes les opérations. Le

taux de couverture des soumissions était stable à quelque 0,6 pour les *swaps* de sept jours et à 0,1 environ pour les opérations d'une durée de 84 jours.

L'apport de liquidité en euros par la BCE à certaines banques centrales de l'UE

En octobre et en novembre 2008, la BCE a signé des accords en vue de fournir de la liquidité en euros à certaines banques centrales de l'UE hors zone euro. L'objectif de la BCE en concluant ces accords était d'apporter son soutien à diverses mesures adoptées par ces banques centrales ; l'ensemble d'entre elles étaient destinées à accroître la liquidité en euros sur leurs marchés financiers nationaux respectifs.

Ce soutien a pris la forme d'accords de mise en pension pour un montant allant jusqu'à 5 milliards d'euros avec la Magyar Nemzeti Bank et jusqu'à 10 milliards d'euros avec la Narodowy Bank Polski. La BCE et la Danmarks Nationalbank ont mis en place un dispositif d'échange réciproque de devises (accord de *swap*) pour un montant de 12 milliards d'euros.

5 Élargissement de la liste des garanties

Le 15 octobre, le Conseil des gouverneurs a décidé d'élargir la liste des garanties éligibles sur une base temporaire jusqu'à fin 2009. La disponibilité des garanties n'a pas été une contrainte durant une grande partie de 2008, en raison de l'ampleur du dispositif de garanties de l'Eurosystème. Néanmoins, dans le contexte de l'extension de la liquidité de plusieurs échéances en euros et en dollars et de l'instauration des appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, le dispositif de garanties a été temporairement élargi comme suit :

- À compter du 22 octobre 2008, le seuil de qualité du crédit pour les actifs négociables et non négociables a été abaissé de « A- » à « BBB- », à l'exception des titres adossés à des actifs, pour lesquels le seuil de qualité du crédit de « A- » reste d'application. En outre, à partir du 22 octobre 2008, l'Eurosystème a également accepté les titres de créance émis par les établissements de crédit, y compris les certificats de dépôt, qui ne sont pas cotés sur un marché réglementé, mais négociés sur certains marchés non réglementés agréés par la BCE. Les titres de créance négociables subordonnés bénéficiant d'une garantie acceptable et qui remplissent tous les autres critères d'éligibilité, peuvent aussi être utilisés comme garantie.
- Depuis le 14 novembre, l'Eurosystème accepte aussi les titres de créance négociables émis dans la zone euro et libellés en dollars, en livres sterling et en yens, à condition que l'émetteur soit établi dans l'EEE.

Afin de respecter l'obligation statutaire de l'Eurosystème visant à protéger son bilan contre les risques financiers, des mesures de contrôle des risques sont appliquées à l'ensemble élargi des garanties éligibles. L'élargissement des critères d'éligibilité va donc de pair avec un suivi attentif de l'utilisation du dispositif.

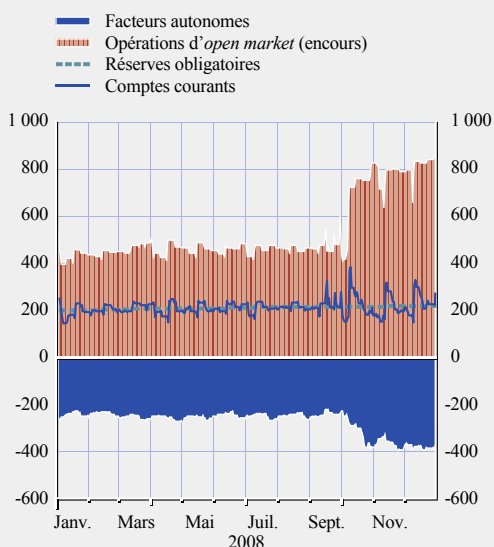
LES BESOINS DE REFINANCEMENT DU SYSTÈME BANCAIRE

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 agrégé 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

Graphique 41 Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2008

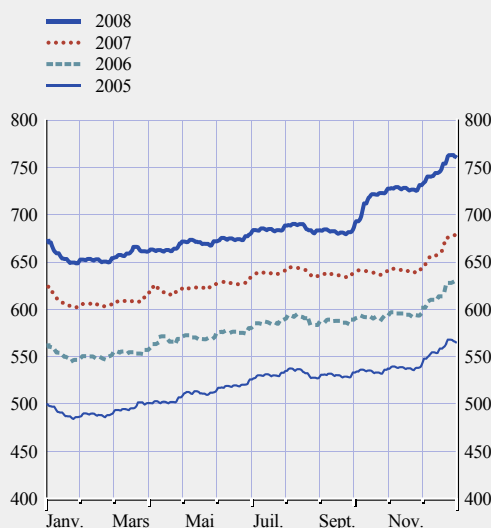
(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

Graphique 42 Billets en circulation

(en milliards d'euros)



Source : BCE

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.

En 2008, les besoins journaliers de refinancement du système bancaire de la zone euro se sont élevés en moyenne à 487,1 milliards d'euros, ce qui représente une progression de 10,3 % par rapport à 2007 (cf. graphique 41). Cette dernière est notamment imputable à la croissance continue du montant des réserves obligatoires (+ 12,5 %), qui a ainsi atteint 210,8 milliards d'euros. Une autre raison importante expliquant cette évolution tient à l'augmentation exceptionnelle de la demande de billets, laquelle n'est pas liée à des facteurs saisonniers. Du graphique 42, il ressort que le nombre de billets en circulation a crû de plus de 6 % entre septembre et début novembre 2008, contribuant ainsi à la hausse totale des besoins

de refinancement. Globalement, les facteurs autonomes ont progressé de 8,9 % en 2008, atteignant 274,5 milliards d'euros. Même si les excédents moyens de réserves pour les périodes de constitution s'achevant en 2008 se sont accrus de 0,2 milliard d'euros pour s'élever à 1,1 milliard, ils sont demeurés négligeables en termes relatifs puisqu'ils se sont établis à 0,5 % des réserves obligatoires.

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 2008 à 2 % de l'assiette des réserves des établissements de crédit et se sont en moyenne élevées à 210,8 milliards d'euros. C'est la croissance de l'assiette des réserves, dont le calcul est fonction de certaines exigences à court terme reprises aux bilans des établissements de crédit, qui explique la progression susmentionnée de 12,5 % du montant total des réserves obligatoires en 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 : stabiliser les taux d'intérêt du marché monétaire à court terme, vu que les réserves obligatoires ne doivent être constituées qu'en moyenne au cours de la période de constitution, permettant aux établissements de crédit de lisser les effets des variations temporaires et inattendues de liquidité, d'une part, et accentuer le déficit de liquidité du système bancaire, c'est-à-dire le besoin global de refinancement des établissements de crédit auprès de l'Eurosystème, d'autre part.

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 d'une durée normalement d'une semaine. Ces opérations constituent le principal instrument dont dispose l'Eurosystème pour signaler l'orientation de la politique monétaire de la BCE.

Jusqu'au 8 octobre 2008, les opérations principales de refinancement ont été effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux variable, assortis d'un taux de soumission minimal. À partir du 15 octobre, elles ont 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 1 693 à 2 099 en 2008. Cette hausse est essentiellement

survenue durant les mois d'octobre et de novembre, lorsque certaines banques ont décidé de demander leur éligibilité, compte tenu des contraintes d'emprunt sur le marché monétaire. En moyenne, 443 contreparties ont participé aux opérations principales de refinancement en 2008, ce qui représente une progression de 31 % par rapport à 2007 (338). Cette augmentation est aussi imputable à l'intensification des pressions sur le marché monétaire, de nombreuses contreparties devant satisfaire leurs besoins de refinancement en empruntant auprès de la BCE plutôt qu'auprès du marché. Le nombre de soumissionnaires ayant pris part aux opérations principales de refinancement s'est accru davantage encore lorsque la BCE est passée en octobre à la procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Il a ainsi évolué de 354 en moyenne dans le cadre des appels d'offres à taux variable à 747 dans le cadre des appels d'offres à taux fixe.

Jusqu'au 8 octobre, l'Eurosystème a alloué en moyenne 175 milliards d'euros lors des opérations principales de refinancement menées par voie d'appels d'offres à taux variable. Le montant alloué a considérablement varié au cours de cette période en raison de la politique de préalimentation, laquelle s'est traduite par le recul des montants alloués au cours de chaque période de constitution, et de l'apport accru de liquidité par le biais des opérations de refinancement à plus long terme. Les montants alloués ont sensiblement progressé, passant à 291 milliards d'euros en moyenne, lorsque les appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, ont été introduits le 15 octobre 2008 pour les opérations principales de refinancement. Fin 2008, la liquidité fournie par les opérations principales de refinancement représentait 28 % du volume global de refinancement, soit une part nettement moindre que les années précédentes où elle était de quelque 65 à 75 %.

Les opérations de refinancement à plus long terme sont des opérations d'apport de liquidité effectuées mensuellement et assorties d'une durée de trois mois. En sus de ces opérations,

plusieurs opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires ont progressivement été introduites en 2008. Fin d'année, deux opérations de ce type ont été menées au cours de chaque période de constitution, l'une ayant une durée de trois mois et l'autre de six mois, ainsi qu'une opération de refinancement spéciale assortie d'une échéance correspondant à la durée de la période de constitution. Jusqu'à mi-octobre, les opérations de refinancement à plus long terme et les opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires ont été effectuées par voie d'appels d'offres normaux à taux variable (c'est-à-dire sans taux de soumission minimal). Le montant alloué au cours de cette période dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme et des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de trois mois s'est élevé à 50 milliards d'euros (à l'exception des deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires réglées le 21 février et le 13 mars, dans le cadre desquelles un montant de 60 milliards d'euros a à chaque fois été alloué). Deux des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de six mois ont été menées pour un montant de 25 milliards d'euros (les 2 avril et 9 juillet) et une pour un montant de 50 milliards (le 8 octobre).

À partir du 30 octobre 2008, les opérations à plus long terme ont aussi été réalisées par voie d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux appliqué dans toutes ces opérations était celui des opérations principales de refinancement. Le passage aux appels d'offres à taux fixe a entraîné une hausse généralisée des montants alloués, y compris pour les opérations à plus long terme. Toutefois, dans un contexte de fortes anticipations d'un abaissement des taux d'intérêt directeurs de la BCE, particulièrement en fin d'année, le taux fixe appliqué à ces appels d'offres n'a conduit qu'à une progression modérée des montants alloués dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires assorties d'une échéance de trois ou six mois. Fin 2008, l'encours de toutes les opérations à plus long terme (opérations de refinancement à

plus long terme, opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et opérations de refinancement spéciales) s'établissait à 617 milliards d'euros, soit la part la plus importante du refinancement jamais accordé par la BCE au secteur bancaire (72 % environ de l'ensemble des opérations d'*open market*).

Les opérations de refinancement à plus long terme sont ouvertes au même éventail de contreparties que les opérations principales de refinancement ; 157 d'entre elles en moyenne ont pris part à ces opérations en 2008, contre 145 en 2007. Le passage à une procédure d'appel d'offres à taux fixe a engendré une contraction du nombre moyen de soumissionnaires participant à ces opérations, de 161 (dans le cadre d'appels d'offres à taux variable) à 146 (dans le cadre d'appels d'offres à taux fixe). S'agissant des opérations de refinancement spéciales, qui sont également ouvertes au même éventail de contreparties, 210 contreparties ont participé à la procédure d'appel d'offres à taux variable réglée le 30 septembre, alors qu'en moyenne 97 d'entre elles ont pris part aux deux appels d'offres à taux fixe suivants.

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. Jusqu'au 5 octobre 2008, l'Eurosystème a sélectionné un panel réduit de contreparties constitué de celles qui sont les plus actives sur le marché monétaire (elles étaient au nombre de 136 le 30 septembre 2008). À la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, l'accès aux opérations de réglage fin a été étendu à compter du 6 octobre 2008 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.

En 2008, la BCE a effectué 25 opérations de réglage fin. Les opérations de réglage fin menées en fin de période de constitution se sont poursuivies tout au long de l'année,

douze d'entre elles ayant eu lieu le dernier jour des périodes de constitution. Les treize restantes ont été réalisées en réponse aux conditions de la liquidité et aux taux d'intérêt à court terme du marché monétaire. Les 2 et 3 janvier, lorsque les tensions de fin d'année se sont apaisées, des opérations de réglage fin de retrait de liquidité ont été menées dans un contexte d'apport excessif de liquidité. Les 20 et 31 mars, des opérations de réglage fin d'apport de liquidité ont été effectuées pour répondre aux tensions liées aux vacances de Pâques et à la faillite de Bear Stearns. Pour répondre à l'exacerbation des tensions sur les marchés monétaires en septembre, la BCE a mené neuf opérations de réglage fin entre le 15 septembre et le 9 octobre, cinq d'entre elles étaient des opérations d'apport de liquidité et quatre de retrait de liquidité.

LES FACILITÉS PERMANENTES

Les contreparties peuvent, de leur propre initiative, recourir à deux facilités permanentes pour obtenir de la liquidité à 24 heures contre des actifs éligibles ou pour constituer des dépôts à 24 heures auprès de l'Eurosystème. Fin 2008, 2 267 contreparties ont eu accès à la facilité de prêt marginal et 2 802 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.

À la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, la largeur du corridor constitué par ces deux taux a été réduite en octobre 2008 de 200 à 100 points de base symétriquement autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, et ce en vue d'alléger les tensions régnant sur le marché monétaire. Cette mesure, conjuguée à 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 (cf. le graphique A de l'encadré 10). Jusqu'au 8 octobre, le recours journalier moyen à la facilité de dépôt atteignait 2,5 milliards d'euros (contre 0,5 milliard en 2007). Au cours de la période allant du

9 octobre à la fin de l'année, ce chiffre a considérablement progressé pour s'établir à 208,5 milliards d'euros. Lors de cette période, le recours à la facilité de dépôt a suivi une tendance assez similaire durant chaque période de constitution de réserves : les montants étaient relativement faibles au début de chaque période mais augmentaient par la suite à mesure que davantage de contreparties remplissaient leurs obligations de réserves.

Le recours journalier moyen à la facilité de prêt marginal s'est élevé à 0,9 milliard d'euros jusqu'au 8 octobre 2008 (contre 0,2 milliard en 2007) avant de passer à 6,7 milliards. Cet accroissement reflète le taux d'intérêt plus bas sur cette facilité, en termes relatifs, en raison de la réduction du corridor. Il peut également être, dans une certaine mesure, imputable à l'incertitude accrue quant aux besoins de refinancement des banques individuelles.

LES ACTIFS ADMIS EN GARANTIE DES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Conformément 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 à l'occasion de ses opérations de crédit 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 par le biais de ses opérations de politique monétaire et 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 tout au long de 2008. Ce n'est qu'en fin d'année que le Conseil des gouverneurs a décidé d'élargir temporairement la liste des garanties éligibles jusqu'à fin 2009, sur fond d'extension de l'apport de liquidité en euros et en dollars des États-Unis pour des échéances supérieures au jour le jour et de recours aux procédures d'appel d'offres à taux fixe intégralement adjugées (cf. encadré 10).

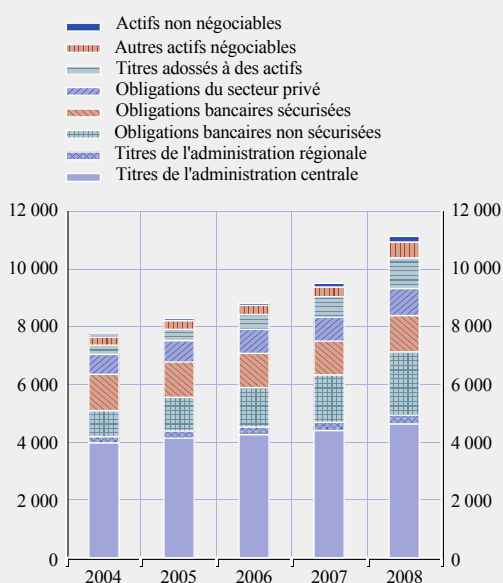
En 2008, la valeur moyenne des actifs négociables éligibles a augmenté de 17,2 % par rapport à 2007, atteignant un montant total de 11 100 milliards d'euros (cf. graphique 43). Les titres d'État ont représenté 44 % du total, soit un montant de 4 900 milliards d'euros, le reste prenant la forme d'obligations non adossées émises par les établissements de crédit (2 200 milliards ou 20 %), d'obligations sécurisées émises par les établissements de crédit (1 200 milliards ou 11 %), de titres adossés à des actifs (1 100 milliards ou 9 %), d'obligations émises par les entreprises (900 milliards ou 8 %), et d'autres obligations,

telles que les titres émis par les institutions supranationales (600 milliards ou 5 %). En raison de l'élargissement temporaire de la liste des garanties éligibles, le volume total des actifs négociables éligibles atteignait quelque 870 milliards d'euros fin 2008. 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. C'est pourquoi le volume des actifs non négociables potentiellement éligibles ne peut pas être facilement mesuré. Le montant des actifs non négociables remis par les contreparties en garantie des concours de l'Eurosystème s'est élevé à 200 milliards d'euros en 2008, 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 (cf. encadré 10) 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 1 148 milliards d'euros en 2007 (valeur révisée à la hausse par rapport au chiffre initial de 1 101 milliards) à 1 579 milliards en 2008. 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 44). 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 politique monétaire a très légèrement augmenté sur une base agrégée. Cette situation laisse à penser que la disponibilité d'actifs éligibles n'a pas été une contrainte systémique pour les contreparties de l'Eurosystème, en dépit du volume croissant de liquidité reçu par le biais des opérations de refinancement.

Graphique 43 Garanties éligibles par types d'actifs

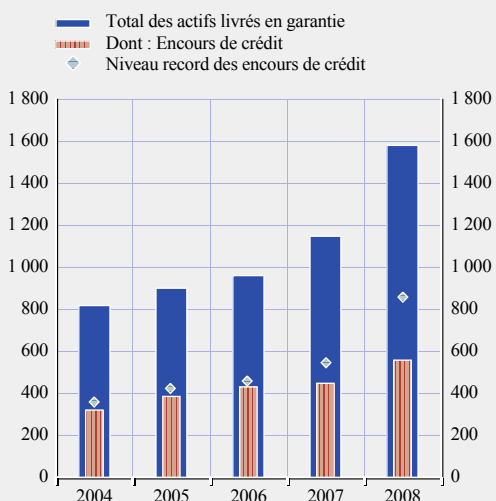
(montants en milliards d'euros ; moyennes annuelles)



Source : BCE

Graphique 44 Actifs livrés en garantie dans les opérations de crédit de l'Eurosystème comparés aux encours de crédit dans les opérations de politique monétaire

(montants en milliards d'euros)

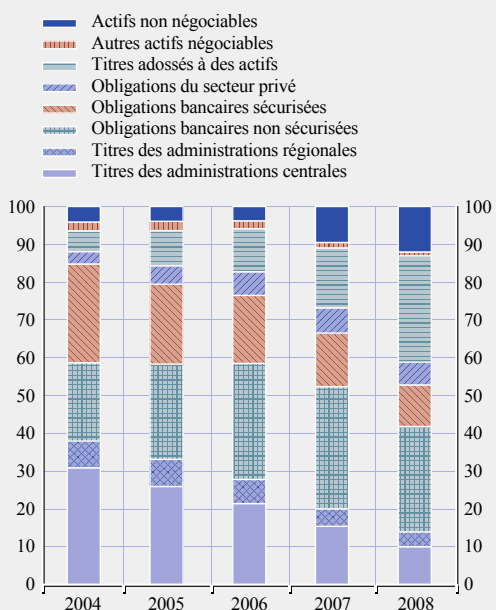


Source : BCE

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

Graphique 45 Répartition par types d'actifs (y compris les créances privées) livrés en garantie

(en pourcentage ; moyennes annuelles)



Source : BCE

S'agissant de la ventilation des actifs remis en garantie, la part moyenne des titres adossés à des actifs est passée de 16 % en 2007 à 28 % en 2008, dépassant les obligations non adossées émises par les établissements de crédit comme principale catégorie d'actifs remis en garantie à l'Eurosystème. Les obligations non adossées émises par les établissements de crédit représentaient en moyenne un peu moins de 28 % des actifs remis en garantie en 2008. La part moyenne des actifs non négociables est passée de 10 % en 2007 à 12 % en 2008. En revanche, la part moyenne des titres d'État est revenue de 15 % en 2007 à 10 % en 2008. Les nouvelles catégories d'actifs temporairement éligibles ont représenté quelque 3 % 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 étrangères contre remise de garanties en euros, telles que celles qu'il a menées en 2008. 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 un volant de sécurité pour couvrir les pertes potentielles résultant d'une résolution définitive des garanties apportées par cinq contreparties ayant fait défaut en 2008 ; son niveau sera réexaminé chaque année dans l'attente de la cession totale des garanties et conformément aux perspectives de recouvrement¹. Plus généralement, les risques financiers liés aux

¹ Pour plus de détails, cf. le communiqué de presse du 5 mars 2009.

opérations de crédit sont quantifiés et communiqués régulièrement aux organes de décision de la BCE.

Tous les deux ans, il est procédé à un examen des mesures de contrôle des risques mises en place pour les opérations de crédit de l'Eurosystème. Ces mesures de contrôle des risques sont appliquées aux actifs déposés par les contreparties de l'Eurosystème en garantie des concours que leur accorde ce dernier par le biais d'opérations d'*open market* et de la facilité de prêt marginal, ainsi que sous la forme de crédit intrajournalier pour les besoins des systèmes de paiement. Tout en préservant pleinement le principe de l'acceptation d'une large gamme de garanties, l'examen bisannuel réalisé en 2008 a conduit à certaines améliorations techniques dans le dispositif de contrôle des risques pour les opérations de crédit. Ces améliorations techniques reflètent entre autres des améliorations du cadre méthodologique, l'évaluation des caractéristiques des actifs éligibles au regard du risque de marché et de liquidité, l'utilisation effective des actifs éligibles par les contreparties et les nouvelles évolutions des instruments financiers. Annoncées le 4 septembre 2008, ces améliorations sont entrées en vigueur le 1^{er} février 2009.

Les décotes appliquées aux titres adossés à des actifs et aux obligations non adossées émises par des établissements de crédit ont été révisées dans le cadre de ces améliorations. En outre, l'interdiction de soumettre en garantie un actif s'il est émis ou garanti par des entités avec lesquelles la contrepartie a des liens étroits a été étendue pour inclure des formes spécifiques de liens étroits susceptibles d'apparaître lorsque des titres adossés à des actifs sont utilisés comme garantie. Depuis le 1^{er} février 2009, les organismes externes d'évaluation du crédit éligibles doivent faire montre de davantage de transparence dans le cadre de l'évaluation des titres adossés à des actifs.

Enfin, l'Eurosystème a la possibilité de limiter ou d'exclure l'utilisation de certains actifs en garantie de ses opérations de crédit, notamment

au niveau des différentes contreparties, si nécessaire, en vue d'assurer une protection appropriée de l'Eurosystème contre les risques, conformément à l'article 18.1 du Protocole sur les statuts du SEBC et de la BCE.

1.2 LES OPÉRATIONS DE CHANGE

En 2008, l'Eurosystème n'a procédé à aucune intervention sur le marché des changes pour des raisons de politique monétaire. Les opérations de change de la BCE n'ont concerné que les activités de placement. 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 17 reprises en 2008.

Dans le contexte de la persistance de la volatilité des marchés financiers en 2008, l'Eurosystème a également conduit 73 opérations, de façon coordonnée avec le dispositif temporaire d'adjudication en dollars (*US dollar Term Auction Facility*) mis en place par le Système fédéral de réserve (57 opérations de cession temporaire contre remise de garanties éligibles et 16 opérations par le biais de *swaps* de change EUR/USD), fournissant de la liquidité en dollars à ses contreparties, et 15 opérations d'apport de liquidité en francs suisses en coopération avec la Banque nationale suisse (cf. encadré 10 pour plus de détails).

1.3 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 », séparent les services impliqués dans les activités de placement 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 libellées en dollars des États-Unis et en yens japonais sont activement gérées par la BCE et les BCN de la zone euro 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 se voit attribuer soit une part du portefeuille libellé en dollars des États-Unis, soit une part de celui libellé en yens japonais, deux BCN gérant actuellement chacune deux sous-portefeuilles². En 2008, deux arrangements ont été mis en place, permettant à certaines BCN de mettre en commun leurs activités opérationnelles liées à la gestion des réserves de change de la BCE : la Banque centrale de Chypre a mis en commun ses activités avec la Banque de Grèce, tandis que le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta l'a fait avec la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland depuis janvier 2008. La Národná banka Slovenska gère depuis janvier 2009 un portefeuille libellé en dollars des États-Unis en qualité de mandataire de la BCE.

En 2008, la BCE a effectué des ventes d'or pour un montant d'environ 30 tonnes au total. Ces

ventes ont été entièrement conformes à l'accord du 27 septembre 2004 sur les avoirs en or des banques centrales, dont la BCE est signataire. Les revenus issus des ventes d'or ont été affectés au portefeuille libellé en dollars des États-Unis.

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 42,8 milliards d'euros fin 2007 à 49,5 milliards fin 2008, dont 38,5 milliards en devises – yen japonais et dollar américain – et 11 milliards en or et en DTS. Sur la base des taux de change en vigueur fin 2008, les actifs libellés en dollars américains ont représenté 77,5 % des réserves de change, tandis que ceux libellés en yens japonais en ont représenté 22,5 %. La progression de 19,9 % de la valeur du portefeuille de devises est principalement attribuable aux plus-values et aux revenus d'intérêts générés par les activités de gestion de portefeuille, surtout en ce qui concerne les actifs libellés en dollars des États-Unis. L'appréciation du yen japonais (de 30,8 %) et du dollar américain (de 5,8 %) par rapport à l'euro a aussi contribué à l'accroissement de la valeur du portefeuille de devises. Enfin, les réserves de change de la BCE se sont également inscrites à la hausse grâce à l'investissement des revenus des ventes d'or susmentionnées. La valeur de l'or et des DTS s'est accrue de quelque 2,6 % en 2008, et ce en dépit de la vente de 30 tonnes d'or durant cette année. Cette augmentation s'explique, dans une large mesure, par l'appréciation de l'or de 9,4 % environ en 2008, exprimée en euros. Aucune perte au niveau des réserves de change de la BCE n'a été enregistrée en raison de la défaillance de contreparties.

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

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. <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>

La liste des instruments éligibles dans lesquels les réserves de change de la BCE peuvent être investies est restée inchangée en 2008. Les *swaps* de taux d'intérêt, qui y ont été inclus fin 2007, ont été régulièrement utilisés en 2008. Les travaux préparatoires visant à mettre sur pied un programme automatique de gestion de prêts de titres pour les actifs de la BCE libellés en dollars américains ont été clôturés en 2008. Le lancement de ce programme est prévu en 2009, bien qu'il dépende des conditions prévalant sur les marchés.

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 9,3 milliards d'euros fin 2007 à 10,2 milliards fin 2008. 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 Banque centrale de Chypre et du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta au capital et aux réserves de la BCE à la suite de l'adoption de l'euro par Chypre et Malte.

La liste des émetteurs éligibles d'obligations sécurisées et d'obligations non adossées privilégiées a été quelque peu élargie en 2008. Aucune perte n'a été enregistrée en raison de la défaillance de contreparties.

LES QUESTIONS DE GESTION DES RISQUES

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

En 2008, la BCE a continué à développer la structure de gestion des risques pour ses opérations de placement en mettant à niveau ses systèmes TI et en optimisant sa méthodologie relative au risque de crédit. Le cadre global s'est révélé suffisamment résistant pour faire face à la crise financière et aucune perte n'a été enregistrée à la suite de la défaillance d'une contrepartie ou d'un émetteur. De plus, dans le cadre de ses efforts visant à soutenir le développement de méthodologies de pointe de répartition stratégique des actifs dans les banques centrales, la BCE a organisé conjointement avec la Banque mondiale et la BRI la première conférence consacrée à la répartition stratégique des actifs pour les banques centrales et les gestionnaires de fonds souverains à Francfort les 24 et 25 novembre 2008.

Un des indicateurs utilisés pour mesurer l'exposition au risque de marché est le risque potentiel de perte maximale (*value-at-risk* – VaR), qui est une estimation de la perte maximale possible pour un seuil de confiance donné sur un horizon d'investissement donné. La valeur de cet indicateur dépend d'une série de paramètres intervenant dans le calcul, en particulier le seuil de confiance, la longueur de l'horizon temporel et l'échantillon utilisé pour estimer la volatilité des prix des actifs. À titre d'illustration, le VaR du portefeuille de placement de la BCE au 31 décembre 2008 serait de 9 185 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 passerait à 5 823 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 des devises 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 2008.

2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES

L'Eurosystème a pour mission statutaire de promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Le principal instrument dont il dispose pour mener à bien cette mission – outre sa fonction de surveillance (cf. la section 4 du chapitre 4) – 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 progressivement remplacé par le système de deuxième génération (TARGET2), qui repose sur une infrastructure technique unique, la plate-forme partagée unique (*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. La migration vers TARGET2 a débuté en novembre 2007 et s'est terminée en mai 2008.

En ce qui concerne la mobilisation des garanties, l'Eurosystème et le marché proposent plusieurs canaux qui facilitent l'utilisation transfrontière de ces garanties. En 2008, l'Eurosystème, en collaboration avec les intervenants de marché, a continué à travailler au développement de TARGET2 Titres (*TARGET2 Securities* -T2S), en vue de la mise en place de services de règlement de titres en monnaie de banque centrale par le biais d'une plate-forme technique européenne unique assortie de processus et procédures harmonisés. Le projet a été approuvé par le Conseil des gouverneurs en juillet 2008 et les détails techniques du projet sont en cours de définition. T2S harmonisera les règlements nationaux et transfrontières des opérations sur titres en monnaie de banque centrale au sein de la zone euro.

2.1 LE SYSTÈME TARGET

TARGET 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 et a également attiré une grande diversité d'autres paiements. TARGET est disponible pour les virements en euros entre banques participantes, et ce sans qu'aucune limite minimale ou maximale ne soit imposée à la valeur des paiements traités. Ce type de transferts est aussi bien effectué entre des banques établies dans un même État membre (flux nationaux) qu'entre celles établies dans des États membres différents (flux transfrontières).

LA MIGRATION VERS TARGET2

Le système TARGET a démarré le 4 janvier 1999, à la suite de l'introduction de l'euro. Il était composé à l'origine de quinze systèmes nationaux de règlement brut en temps réel (RBTR) et du mécanisme de paiement de la BCE (*ECB payment mechanism* - EPM). Malgré son succès, TARGET présentait une série de faiblesses imputables à sa conception technique hétérogène et à sa structure décentralisée. Afin de remédier à ces problèmes et de tenir compte d'évolutions telles que la poursuite de l'élargissement de la zone euro, l'Eurosystème a lancé le projet TARGET2 en octobre 2002.

L'objectif de l'Eurosystème en développant TARGET2 était de créer une version rationalisée du système TARGET initial, qui répondrait davantage aux besoins des utilisateurs et fournirait un niveau de services harmonisé avec une structure tarifaire harmonisée, tout en garantissant sa rentabilité. TARGET2 a également été conçu pour pouvoir répondre de manière flexible et rapide aux évolutions futures, telles que l'élargissement de la zone euro et de l'UE.

Le lancement de TARGET2 a eu lieu le 19 novembre 2007, lorsque le premier groupe de pays (Allemagne, Chypre, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Autriche et Slovaquie) a procédé à la migration de ses opérations vers la SSP. Cette première étape s'est avérée un réel succès et a confirmé la fiabilité de la plate-forme

TARGET2. Au terme de cette migration initiale, cette plate-forme procédait déjà au règlement des flux totaux de paiements dans TARGET à concurrence de quelque 50 % en termes de volume et de 30 % environ en termes de valeur.

Le 18 février 2008, le deuxième groupe de migration (Belgique, Irlande, Espagne, France, Pays-Bas, Portugal et Finlande) a rejoint avec succès la SSP, suivi le 19 mai par le dernier groupe (Danemark, Estonie, Grèce, Italie, Pologne et BCE). Grâce à un suivi attentif des banques centrales, toutes les activités de test liées se sont déroulées avec succès et se sont clôturées dans les délais pour toutes les communautés d'utilisateurs. Entre novembre 2007 et mai 2008, des procédures ont été mises en place afin de garantir que les communautés d'utilisateurs ayant une date de migration tardive (et qui dès lors opéraient toujours dans le système TARGET de première génération) puissent interagir efficacement avec les communautés d'utilisateurs déjà connectées à la SSP ou à TARGET2. Le processus de migration, qui a duré six mois, s'est déroulé sans heurt et n'a pas provoqué de perturbation opérationnelle.

LE FONCTIONNEMENT DE TARGET

Le système TARGET a fonctionné sans heurt en 2008 et a continué d'assurer le règlement d'un nombre toujours croissant de paiements en euros. La part de marché du système est restée stable: 90 % de la valeur totale des paiements exécutés par l'intermédiaire de systèmes de paiement de montant élevé en euros l'ont été via TARGET. Le nombre moyen de paiements traités quotidiennement par le biais de TARGET, en hausse de 1 %, s'est établi à 369 966, tandis que la valeur moyenne a augmenté de 10 % à 2 667 euros. Le 22 décembre 2008, TARGET a atteint une pointe de 576 324 transactions, soit un sommet historique pour le système. Le tableau 11 compare les flux de paiements exécutés dans le système TARGET en 2008 à ceux de l'année précédente.

La disponibilité globale de TARGET, c'est-à-dire la mesure dans laquelle les

Tableau 11 Flux de paiements dans TARGET¹⁾

En volume (nombre de transactions)	2007	2008	Variations (en pourcentage)
Ensemble des paiements			
Total	93 375 701	94 711 380	
Moyenne quotidienne	366 179	369 966	1,03
Intra-État membre²⁾			
Total	72 574 446	69 212 880	
Moyenne quotidienne	284 606	270 363	-5,00
Inter États membres			
Total	20 801 255	25 498 500	
Moyenne quotidienne	81 574	99 604	22,10
En valeur (en milliards d'euros)	2007	2008	Variations (en pourcentage)
Ensemble des paiements			
Total	616 731	682 780	
Moyenne quotidienne	2 419	2 667	10,28
Intra-État membre²⁾			
Total	395 412	466 572	
Moyenne quotidienne	1 551	1 823	17,54
Inter États membres			
Total	221 319	216 208	
Moyenne quotidienne	868	845	-2,69

Source : BCE

1) 255 jours de fonctionnement en 2007 et 256 en 2008

2) Y compris les flux de paiements des participants à distance

participants ont eu la possibilité d'utiliser le système TARGET sans incident pendant les heures d'ouverture, a atteint 99,79 % en 2008. Il convient de remarquer qu'il s'agit du chiffre le plus élevé depuis le démarrage des opérations de TARGET en 1999 et que la migration vers TARGET2 n'a pas eu d'incidence négative sur la disponibilité du système. Plus de 99,76 % des paiements effectués *via* la SSP ou *via* TARGET2 l'ont été dans un délai de cinq minutes. Les réactions des utilisateurs de TARGET2 concernant les performances du système ont été très positives.

En décembre 2008, 900 participants directs gardaient un compte RTGS dans la SSP ou dans TARGET2, soit un chiffre inférieur aux 1 072 participants directs qui détenaient des comptes dans le système TARGET de première génération au début de la migration. Cette situation s'explique par deux facteurs majeurs. Tout d'abord, un certain nombre d'établissements de crédit ont reconsidéré

leur participation directe au moment de leur migration et ont opté à la place pour une connexion indirecte via un participant direct. Ensuite, TARGET2 a fortement incité les banques à rationaliser leur gestion de liquidités en euros et à centraliser celle-ci dans des comptes RGTS moins nombreux. Le nombre total de banques (y compris les succursales et les filiales) avec lesquelles TARGET2 permet de traiter au niveau mondial est resté stable, à quelque 52 000.

RELATIONS AVEC LES UTILISATEURS DE TARGET2

Durant sa phase de développement, TARGET2 a largement bénéficié de la collaboration active entre l'Eurosystème et les futurs utilisateurs du système. Ceci a considérablement amélioré la compréhension des exigences du marché et a contribué à garantir un processus de migration sans heurt et une large acceptation du système par les utilisateurs.

Cette coopération s'est poursuivie au-delà de la phase de migration. L'Eurosystème maintient des relations suivies avec les utilisateurs de TARGET2 et des réunions ont été organisées régulièrement en 2008 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 représentants de banques européennes, ont été organisées régulièrement pour discuter de questions opérationnelles liées à TARGET2. Les aspects stratégiques ont été examinés au sein du *Contact Group on Euro Payments Strategy* (COGEPS) (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 CONNEXION À TARGET DES ÉTATS MEMBRES NE FAISANT PAS PARTIE DE LA ZONE EURO

Tous les pays de la zone euro participent à TARGET, son utilisation étant obligatoire pour le règlement de toutes les opérations en euros dans l'Eurosystème. TARGET est également accessible, sur une base volontaire, aux États membres ne faisant pas partie de la zone euro,

afin de faciliter le règlement des opérations libellées en euros dans ces pays⁴. Lorsque Chypre et Malte ont adopté l'euro le 1^{er} janvier 2008, la Banque centrale de Chypre, le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta et leurs communautés d'utilisateurs nationaux respectives utilisaient déjà le système TARGET. À la suite de l'entrée de la Slovaquie dans la zone euro le 1^{er} janvier 2009, la Národná banka Slovenska a également rejoint le système TARGET.

ÉVOLUTIONS FUTURES

Il est prévu qu'une nouvelle version de la SSP sera mise à disposition chaque année et offrira aux utilisateurs de TARGET2 des améliorations et de nouvelles caractéristiques. Le contenu de ces versions annuelles sera défini au terme d'une large consultation de la communauté des utilisateurs. La première version annuelle de la SSP a été diffusée le 17 novembre 2008. Son contenu était essentiellement lié à la publication des nouvelles normes de SWIFT, qui entraient en vigueur le même jour. À titre exceptionnel, deux versions sont prévues en 2009. La première, au mois de mai, élargira l'interface avec les systèmes exogènes, permettant en particulier le règlement avec tous les dépositaires centraux de titres (*Central Securities Depositories - CSD*). La deuxième version, prévue en novembre, inclura de nombreuses autres améliorations demandées par les utilisateurs.

2.2 TARGET2-TITRES

Le marché européen de règlement de titres est toujours très fragmenté, même si certaines évolutions positives ont été observées sous la forme d'une consolidation et d'une coopération accrues. L'existence notamment d'un grand nombre de systèmes de règlement a pour conséquence que les coûts de règlement sont beaucoup plus élevés pour les opérations transfrontières de l'UE que pour les opérations

⁴ Les pays ne faisant pas partie de la zone euro qui ont été connectés à TARGET en 2008 sont le Danemark, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie et la Pologne.

nationales ou pour les opérations aux États-Unis. Dans le même temps, la demande d'une infrastructure européenne de règlement de titres intégrée s'intensifie.

T2S a été proposé par l'Eurosystème en 2006 comme solution à la fragmentation existante de l'infrastructure de règlement. Il s'agira d'une plate-forme de règlement multi-devises, détenue et exploitée par l'Eurosystème, qui permettra aux CSD européens de procéder au règlement d'opérations sur titres en monnaie de banque centrale. Les CSD participants garderont des relations légales avec leurs clients et continueront à exercer des fonctions notariales et de conservation. T2S fournira une plate-forme technique unique, sur laquelle tous les titres de l'UE pourront être échangés contre des euros et d'autres devises participantes via des procédures et des moyens de communication standardisés. De plus, T2S réduira considérablement les besoins de liquidité des participants, ainsi que leur exposition aux risques financiers, en octroyant des facilités, telles que l'auto-constitution de garanties (c'est-à-dire la génération automatique de crédit intrajournalier en monnaie de banque centrale contre des garanties, lorsque l'acheteur ne dispose pas de fonds suffisants pour régler les opérations sur titres), une optimisation permanente, des mécanismes de recyclage et un guichet de règlement de nuit. En outre, la possibilité de procéder au règlement de toutes les opérations sur titres de l'UE en monnaie de banque centrale sur une plate-forme unique éliminera l'exposition au risque financier que les participants peuvent encourir actuellement lors d'un règlement CSD croisé. T2S accroîtra ainsi l'efficacité de la gestion des garanties, permettant aux utilisateurs d'optimiser leur financement *via* l'ensemble des actifs de l'UE et contribuera à la stabilité du système financier.

En décembre 2007, le Groupe consultatif T2S⁵ a complété une première version des besoins des utilisateurs de T2S, laquelle décrit les caractéristiques que les CSD et les intervenants de marché attendent de T2S. La BCE a coordonné le processus et a joué un rôle prépondérant dans ce premier projet. Le

18 décembre 2007, l'Eurosystème a publié cette première version des besoins des utilisateurs, ainsi que la méthodologie relative à l'analyse de l'incidence économique.

Le Groupe consultatif a finalisé les besoins des utilisateurs sur la base des commentaires reçus lors de la consultation publique. Le 23 mai 2008, le Conseil des gouverneurs a invité tous les CSD européens à se joindre à l'initiative T2S et leur a fourni des informations détaillées sur les travaux entrepris jusqu'à présent.

Tous les CSD de la zone euro se sont montrés disposés à utiliser, sous certaines conditions, la plate-forme T2S dès que celle-ci serait opérationnelle. De plus, le CSD danois et la Danmarks Nationalbank ont fait savoir qu'ils souhaitaient utiliser T2S pour le règlement des opérations sur titres, qu'ils soient libellés en couronnes danoises ou en euros. Les CSD suédois, suisse et anglais ont également fait part de leur intention de participer au règlement en euros. Fort de ce large soutien des CSD européens, le Conseil des gouverneurs a officiellement lancé le projet T2S le 17 juillet 2008, la plate-forme T2S devant être en place au plus tard en 2013. Le Conseil des gouverneurs a également approuvé la version finale des besoins des utilisateurs et a confié le développement technique et l'exploitation de T2S à la Deutsche Bundesbank, au Banco de España, à la Banque de France et à la Banca d'Italia.

Un nouveau Groupe consultatif a ensuite été constitué, comme prévu dans le cadre de gouvernance relatif à la phase de spécification. Il se compose d'un nombre égal de représentants des banques centrales, des CSD et des utilisateurs. Ce groupe s'est réuni pour la première fois en octobre 2008 et a créé six sous-groupes afin d'organiser les travaux relatifs à T2S. Deux de ces sous-groupes se concentrent sur les efforts d'harmonisation, un sur « l'efficacité des

⁵ Le Groupe consultatif T2S se compose de représentants des BCN et des CSD, ainsi que d'intervenants de marché.

processus » et un autre sur les « décisions des entreprises ». La coordination est également assurée avec les initiatives d'harmonisation existantes, en particulier avec les travaux entrepris par la Commission européenne, par exemple au sein du *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II* (« Groupe d'experts consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison ») et du *Legal Certainty Group* (« Groupe de sécurité juridique »).

De plus, en 2008, un processus de gestion des changements pour les besoins des utilisateurs de T2S a été mis en place et la définition des spécifications fonctionnelles générales de T2S sur la base des besoins des utilisateurs a débuté. La BCE a formulé des recommandations aux banques centrales ne faisant pas partie de la zone euro, afin de les aider à décider, conjointement avec les CSD locaux et les intervenants de marché, s'ils vont intégrer ou non leurs monnaies dans T2S. À la fin de 2008, le CSD lituanien et le Lietuvos banka ont confirmé qu'ils souhaitaient utiliser T2S pour le règlement des opérations sur titres, libellées aussi bien en litas qu'en euros. Les CSD de Bulgarie, d'Estonie et de Roumanie ont également fait part de leur intention d'utiliser T2S pour le règlement de leurs opérations en euros. Les dispositions légales et contractuelles entre les CSD participants et l'Eurosystème sont en cours de préparation.

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 conservées par l'Eurosystème est revenu de 683 milliards d'euros en décembre 2007 à 861 milliards en décembre 2008. À la fin de 2008, les garanties transfrontières représentaient globalement 45 % de l'ensemble des garanties fournies à l'Eurosystème.

Les deux principaux canaux disponibles pour la mobilisation transfrontière de garanties sont le modèle de banque centrale correspondante (MBCC/CCBM) fourni par l'Eurosystème et les liens éligibles entre les systèmes de règlement de titres de la zone euro.

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 36,7 % du total des garanties fournies à l'Eurosystème en 2008. Les actifs détenus en dépôt par le biais du CCBM sont passés de 558 milliards d'euros à la fin de 2007 à 713 milliards à la fin de 2008.

Le cadre du CCBM a été revu afin de permettre l'intégration de nouveaux États membres de la zone euro. À cet égard, l'accord CCBM avec la Národná banka Slovenska a été signé dans le contexte de l'adhésion de la Slovaquie à la zone euro.

Malgré son succès et sa contribution considérable au processus d'intégration financière, l'accord CCBM présente quelques inconvénients, liés principalement au fait qu'il a été conçu comme une solution provisoire et qu'il se base sur le principe d'une harmonisation minimale. Ces inconvénients, combinés à l'importance croissante des garanties transfrontières, ont conduit à la décision du Conseil des gouverneurs du 8 mars 2007 de revoir les procédures actuelles de gestion des garanties de l'Eurosystème et de développer une nouvelle plate-forme unique de gestion de ces garanties pour l'Eurosystème, appelée *Collateral Central Bank Management* ou CCBM2. Les intervenants de marché ont été impliqués dans la définition des principes et des besoins des utilisateurs pour le CCBM2 par le biais de consultations publiques et de réunions spécifiques.

Étant donné les réactions positives suscitées par l'initiative de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 17 juillet 2008,

de lancer le projet CCBM2. Le développement et l'exploitation du CCBM2 pour le compte de l'Eurosystème ont été confiés à la Banque nationale de Belgique/Nationale Bank van België et à la Nederlandsche Bank, dans la perspective d'une mise en œuvre du système avant T2S ou, au plus tard, en même temps que celui-ci.

L'objectif du CCBM2 est de consolider les systèmes internes de gestion des garanties de l'Eurosystème et d'en accroître l'efficacité. Il vise en particulier à remédier, là où c'est possible, aux inconvénients de la version actuelle, en optimisant le coût de la mobilisation des garanties et en améliorant la gestion des liquidités. Le CCBM2 a un champ d'application plus large que le CCBM actuel, dans le sens où il fournira un ensemble de procédures uniques de livraison et d'acceptation de toutes les garanties éligibles (titres et actifs non négociables) sur les plans national et transfrontière, avec un niveau harmonisé de services.

La participation des BCN de la zone euro au CCBM2 se fera sur une base volontaire et une approche modulaire sera adoptée. Le CCBM2 se composera de plusieurs modules, dont un seul – le routeur de message – sera obligatoire pour les BCN participant au CCBM2. Par le biais de ce module obligatoire, une interaction standardisée sera garantie entre l'Eurosystème et les contreparties. Les autres modules, qui concernent le traitement effectif des actifs négociables et non négociables, resteront optionnels. Cette approche modulaire donne aux BCN la flexibilité de choisir les modules du CCBM2 qui répondent à leurs propres besoins et à ceux de leur marché. Le CCBM2 sera en mesure de s'adapter, rapidement et sans heurt, aux changements au niveau des garanties et du cadre opérationnel de l'Eurosystème, ainsi qu'aux évolutions sur les marchés.

Dans la phase actuelle du projet, des spécifications détaillées pour les utilisateurs sont développées par l'Eurosystème sur la base des besoins des utilisateurs qui ont été approuvés⁶. 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 possible de relier les systèmes de règlement de titres nationaux par des dispositions contractuelles et opérationnelles pour permettre le transfert transfrontière de titres éligibles entre les systèmes. Après avoir été transférés à un autre système de règlement de titres via ces liens, les titres éligibles peuvent être utilisés au travers de procédures locales de la même manière que n'importe quelle garantie nationale. Soixante liens directs et six liens relayés sont actuellement à la disposition des contreparties, mais seul un nombre limité d'entre eux est activement utilisé. De plus, ils ne couvrent qu'une partie de la zone euro. Les liens deviennent éligibles aux concours de l'Eurosystème s'ils satisfont les normes d'utilisation de l'Eurosystème (cf. la section 4 du chapitre 4).

Le montant des actifs éligibles détenus au travers des liens est passé de 125 milliards d'euros en décembre 2007 à 148 milliards en décembre 2008, mais n'a représenté que 8,3 % de l'ensemble des garanties, transfrontières ou nationales, conservées par l'Eurosystème en 2008, contre 8,9 % en 2007.

⁶ Cf. http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717_1_en.html

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 2008, le nombre de billets en euros en circulation se chiffrait à 13,1 milliards, pour une valeur de 762,8 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 8,3 % en termes de volume et de 12,7 % en termes de valeur en comparaison des niveaux enregistrés fin 2007 (12,1 milliards de billets pour une valeur de 676,6 milliards d'euros).

Sur fond d'intensification des turbulences sur les marchés financiers, une forte augmentation du nombre de billets en euros en circulation a été enregistrée durant la première moitié d'octobre 2008, s'élevant entre 35 et 40 milliards d'euros en termes de valeur.

Au dernier trimestre 2008, la demande a été particulièrement soutenue pour les coupures de 100 et de 500 euros et a, dans une large mesure, été tirée par la demande émanant des non-résidents de la zone euro. Par conséquent, fin 2008, la valeur moyenne des billets en circulation s'établissait à

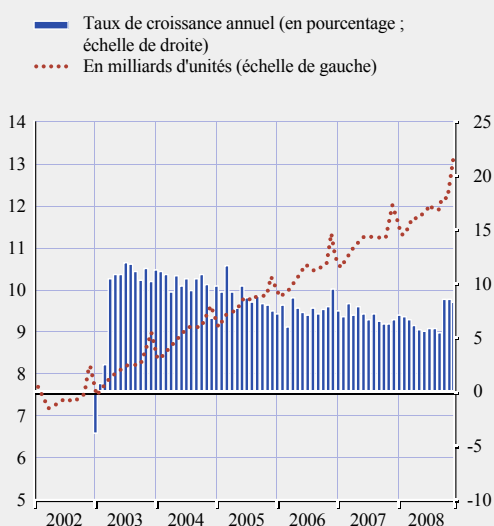
58,15 euros (contre 55,85 euros à la fin de l'année précédente).

Des statistiques, il ressort que les livraisons nettes de billets en euros par des établissements de crédit de la zone euro vers des destinations hors zone ont atteint une valeur d'environ 96 milliards d'euros fin décembre 2008, ce qui représente 13 % de la valeur totale des billets en euros en circulation. Ces livraisons s'expliquent par une progression de la demande émanant des résidents étrangers. Étant donné qu'il existe d'autres raisons pour lesquelles les billets en euros circulent au delà de la zone euro (comme le tourisme ou l'envoi d'espèces par des travailleurs migrants), l'on estime qu'en termes de valeur, près de 20 % des billets en euros en circulation sont détenus par des non-résidents de la zone euro.

Les graphiques 46 et 47 illustrent l'augmentation continue du nombre total et de la valeur totale des billets en euros en circulation, ainsi que les taux de croissance annuels y afférents.

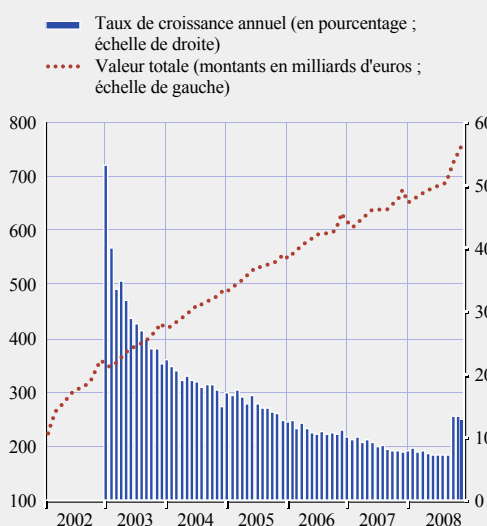
L'examen de la répartition des billets par coupure révèle que les billets de 500 euros, qui sont largement utilisés à des fins de thésaurisation, sont

Graphique 46 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2008



Source : BCE

Graphique 47 Valeur des billets en euros en circulation entre 2002 et 2008

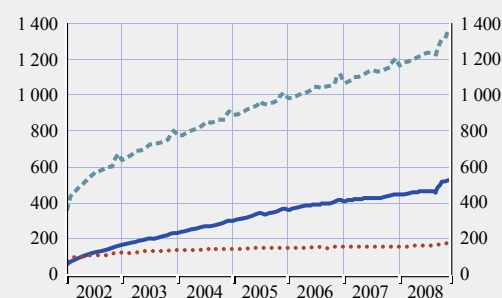


Source : BCE

Graphique 48 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2008 par coupure

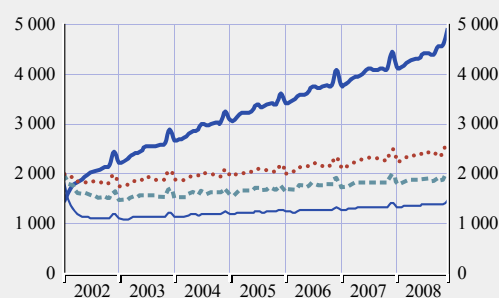
(en millions d'unités)

— 500 euros
 200 euros
 - - - 100 euros



Source : BCE

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



ceux qui ont enregistré la hausse la plus forte en termes de volume (17,1 % fin 2008), devant les billets de 100, de 50 et de 200 euros, qui ont crû de 14,2, 10,6 et 9,3 % respectivement. Le nombre des petites coupures en circulation a progressé à des taux compris entre quelque 3 et 6 % (cf. graphique 48).

En 2008, le nombre total de pièces en euros en circulation (à savoir la circulation nette, hors stocks détenus par les BCN) s'est accru de 7,9 % pour s'établir à 82,3 milliards, tandis que leur valeur a progressé de 5,7 % pour atteindre 20,4 milliards d'euros. Cette augmentation est essentiellement attribuable aux pièces de 1 et de 2 centimes 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 stable à 59 %.

LE TRAITEMENT DES BILLETS PAR L'EUROSYSTÈME

En 2008, les BCN de la zone euro ont émis 34,1 milliards de billets, tandis que 33,2 milliards de billets leur ont été retournés. La fréquence de retour⁷ des billets en circulation est restée pratiquement inchangée, à 2,79. Ainsi, l'authenticité et la qualité d'un billet en euros ont été vérifiées en moyenne une fois tous les quatre mois par les BCN de la zone euro à l'aide de machines permettant un traitement entièrement automatisé des billets.

Depuis 2004, l'Eurosystème mène des enquêtes annuelles dans le but de contrôler l'état des billets en euros qui sont en circulation dans la zone euro. En 2008, il a pu observer une tendance vers une amélioration de l'état des billets en circulation. Celui-ci est également devenu plus homogène au sein de la zone euro, reflétant les politiques de tri et d'émission coordonnées de l'Eurosystème. Quelque 5,6 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 est demeuré proche du niveau relevé l'année précédente, s'établissant aux alentours de 17 %.

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 2008 s'est élevé à environ 666 000¹⁰, ce qui

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.

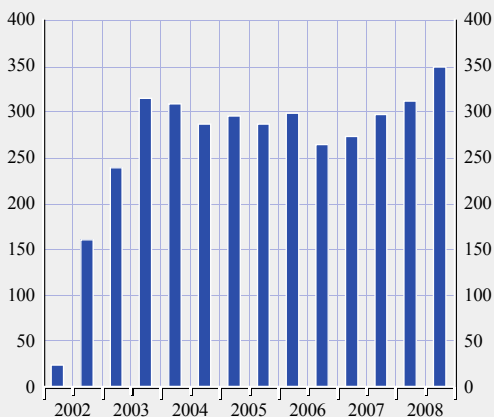
8 Défini comme le nombre de billets jugés impropres à la circulation pendant une période donnée divisé par le nombre total de billets triés au cours de cette même période.

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

10 Ce chiffre est sujet à une légère correction due aux rapports tardifs, en particulier en provenance de l'extérieur de l'UE.

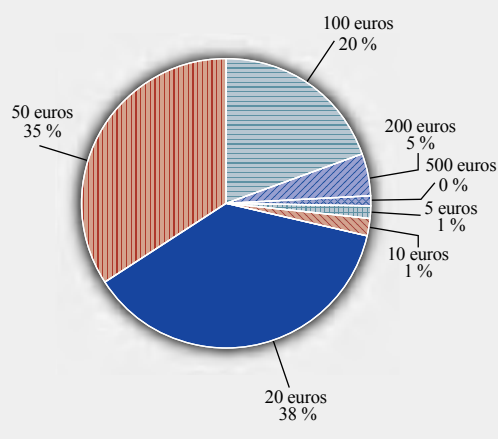
Graphique 49 Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2008

(en milliers d'unités)



Source : BCE

Graphique 50 Répartition des faux billets en euros par coupure en 2008



Source : BCE

Note : Les chiffres ont été arrondis au point de pourcentage le plus proche.

représente une augmentation par rapport aux niveaux relativement stables observés les années précédentes. Toutefois, le nombre de billets en circulation a également sensiblement progressé en 2008. En effet, en comparaison du nombre de billets en euros en circulation, qui atteignait 13,1 milliards fin 2008, le nombre de contrefaçons est particulièrement bas. C'est pourquoi la probabilité de recevoir aléatoirement un billet en euros contrefait reste très faible. Le graphique 49, qui présente des chiffres semestriels depuis l'introduction des billets en euros, met en évidence la tendance caractérisant les contrefaçons retirées de la circulation. En 2008, les billets de 20 et de 50 euros, qui constituent près des trois quarts du nombre de contrefaçons, ont été la cible favorite des faussaires. Le graphique 50 fournit une répartition détaillée des faux billets en termes de volume.

Le public peut avoir confiance en la sécurité de l'euro : la sophistication de ses signes de sécurité et l'efficacité des autorités européennes et nationales responsables de la répression en font une devise particulièrement bien protégée. Cette confiance ne doit cependant jamais engendrer un sentiment de complaisance et la BCE n'en recommande pas moins au public de rester vigilant et de se rappeler le test consistant à « toucher,

regarder, incliner »¹¹. 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

En 2008, l'Eurosystème a continué de travailler en étroite collaboration avec Europol et la Commission européenne (en particulier l'Office de lutte anti-fraude, OLAF) afin de combattre la contrefaçon des billets en euros. L'Eurosystème joue un rôle actif dans la formation des professionnels qui manipulent des espèces, tant dans l'UE qu'en dehors, dans le domaine de la reconnaissance et du traitement des faux billets.

L'Eurosystème participe activement aux travaux du Groupe international de dissuasion de la contrefaçon (un groupe réunissant trente et une banques centrales et autorités responsables de l'impression des billets, qui collaborent sous les auspices du G10). Ce groupe parraine des travaux de recherche sur des techniques visant à prévenir la reproduction illicite de billets. La BCE abrite le Centre international de lutte contre la contrefaçon,

¹¹ Pour plus de détails, cf. la page <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.fr.html>

qui agit en qualité de centre technique pour tous les membres du Groupe international de dissuasion de la contrefaçon. 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 internet¹² à la disposition du public, qui peut y trouver des informations et des conseils concernant la reproduction d'images des billets ainsi que des liens vers des sites internet nationaux.

3.3 LA PRODUCTION ET L'ÉMISSION DES BILLETS

L'ORGANISATION DE LA PRODUCTION

Au total, 6,4 milliards de billets en euros ont été produits en 2008, contre 6,3 milliards en 2007.

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 12 résume la répartition de la production en 2008.

LE PROGRAMME PILOTE *EXTENDED CUSTODIAL INVENTORY*

Lancé en Asie en 2007, le programme pilote *Extended Custodial Inventory* (ECI) pour les billets en euros a été mis en œuvre avec succès en 2008 par deux grandes banques privées actives

dans le secteur du commerce de gros de billets de banque. Un ECI consiste en un dépôt d'espèces auprès d'une banque privée, qui les détient à titre de dépositaire. Les ECI facilitent la distribution des billets en euros à l'échelle internationale et fournissent des données sur leur circulation en dehors de la zone euro, de même que des informations sur les billets contrefaits détectés dans la région. À la faveur du succès rencontré par le programme pilote, le Conseil des gouverneurs a décidé en mars 2008 de lancer un programme ECI d'une durée de trois ans sur la base de l'expérience tirée du projet pilote. Au terme d'une procédure négociée, trois banques actives dans le secteur du commerce de gros de billets se sont montrées intéressées par un programme ECI d'une durée de trois ans. L'une a débuté un ECI à Hong Kong, une autre à Singapour en février 2009 et la dernière devrait lancer un ECI à Hong Kong mi-2009. Il s'agit des principaux pôles logistiques pour l'échange de billets en euros en Asie de l'Est, région qui détient le plus grand volume de billets en euros en dehors de l'Europe. La Deutsche Bundesbank agit en qualité de contrepartie logistique et administrative pour les banques dépositaires. L'Eurosystème évaluera, avant la fin des trois ans, si le programme ECI doit être poursuivi et, si tel est le cas, dans quelle 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 visant à parvenir à plus de convergence à moyen terme entre les services de traitement des espèces offerts par les BCN de la zone euro, l'Eurosystème a poursuivi ses travaux dans ce domaine en 2008. Une convergence accrue est essentielle en ce sens qu'elle permettra aux différentes parties prenantes, en particulier celles ayant une activité de traitement des espèces transfrontière importante, de profiter de tous les avantages de la monnaie unique et leur assurera une égalité de traitement. Dans la mesure où les contextes économique et géographique présentent des différences entre pays, l'Eurosystème n'envisage pas de mettre en

Tableau 12 Répartition de la production des billets en euros en 2008

Coupures	Nombre (en millions de billets)	BCN en charge de la production
5 euros	1 370,0	DE, ES, FR, PT
10 euros	2 130,0	DE, GR, FR, AT
20 euros	1 755,0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
50 euros	1 060,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 euros	130,0	IT
200 euros	-	-
500 euros	-	-
Total	6 445,0	

Source : BCE

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

place un modèle unique pour l'approvisionnement en espèces. Le processus de convergence devra être suffisamment souple en ce qui concerne les exigences des clients, l'infrastructure de traitement des espèces et les périodes transitoires prévues pour sa mise en œuvre.

L'Eurosystème planche également sur une série d'étapes ultérieures, dont l'échange électronique de données avec les établissements de crédit sur les dépôts et les retraits d'espèces et les normes de conditionnement des billets pour les services gratuits de traitement des espèces offerts par les BCN. Les parties prenantes ont été consultées aux niveaux national et européen, en particulier sur la question des normes communes de conditionnement des billets, compte tenu de leurs possibles implications tant opérationnelles que financières.

Les développements technologiques relatifs aux machines de traitement des billets permettent désormais de lire et de traiter les billets quelle que soit la manière dont ils sont introduits dans la machine. Comme prévu dans la feuille de route, les BCN introduiront gratuitement ces améliorations.

LA DEUXIÈME SÉRIE DE BILLETS EN EUROS

En 2005, la BCE a débuté ses travaux portant sur l'élaboration d'une nouvelle série de billets en euros. Les exigences fonctionnelles et techniques ont été établies et les signes de sécurité devant être incorporés à la nouvelle série de billets ont été définis. En 2008, les travaux se sont concentrés sur les caractéristiques graphiques et les signes de sécurité des billets ainsi que sur le procédé d'insertion de ceux-ci. La mise au point du matériel original d'impression destiné à produire les billets a aussi commencé en 2008.

Le graphisme de la deuxième série de billets en euros sera basé sur le thème des « Époques et styles en Europe » et s'inspirera des principaux éléments graphiques de l'actuelle série. Le graphisme et la mise au point du matériel original d'impression étant un processus itératif, ces travaux se poursuivront en 2009. 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. La date de lancement exacte sera déterminée ultérieurement. La BCE 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 utilisées de plus en plus par les marchés financiers, les médias et le grand public. En 2008, la fourniture régulière de statistiques de la zone euro s'est déroulée sans heurt et dans les délais. Une réalisation majeure a été l'adoption par le Conseil des gouverneurs d'un cadre juridique amélioré qui enrichira considérablement les statistiques monétaires et financières de la zone euro, en particulier grâce à la disponibilité accrue de données sur les cessions et les titrisations de prêts. Un autre développement important a été l'adoption du programme de travail à moyen terme relatif à la fonction statistique de la BCE, lequel guidera la production des statistiques du SEBC pour la période 2009-2012. Enfin, la BCE, en étroite collaboration avec les BCN, 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

Le cadre juridique de la collecte des statistiques monétaires et financières a été renforcé par un nouveau règlement de la BCE relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des véhicules financiers spécialisés dans les opérations de titrisation¹³. De plus, les actes juridiques de la BCE sur la collecte des statistiques des IFM ont été amendés pour prendre en compte de nouvelles obligations (par exemple imputables aux innovations financières) en matière de statistiques relatives aux actifs et passifs¹⁴, aux taux d'intérêt appliqués sur les dépôts et les crédits aux ménages et aux sociétés non financières¹⁵ et en matière de statistiques relatives aux titrisations¹⁶. Ces règlements comportent également de nouvelles obligations statistiques qui ont découlé des turbulences financières, en particulier en ce qui concerne la

mesure de la titrisation synthétique comme mode de transfert des risques de crédit. La déclaration de ces statistiques supplémentaires devrait débiter à la mi-2010 (afin de donner aux BCN et aux agents déclarants le temps nécessaire pour mettre en œuvre les nouveaux dispositifs de déclaration), à l'exception des statistiques sur la titrisation des IFM et sur les véhicules financiers spécialisés, qui devront faire l'objet d'une déclaration à partir de décembre 2009. Le développement de ces règlements a inclus une évaluation exhaustive des avantages des nouvelles statistiques et de leurs coûts estimés, à la fois pour les agents déclarants et pour les BCN, afin de garantir que les besoins prioritaires des utilisateurs pourront être satisfaits à un coût raisonnable.

Le Conseil des gouverneurs a également adopté la révision de l'orientation relative aux statistiques monétaires, des institutions financières et des marchés de capitaux, qui renforce les amendements précédents et inclut de nouvelles dispositions concernant ces statistiques. D'autres améliorations apportées au cadre juridique légal de la BCE incluent des amendements aux orientations de la BCE relatives aux obligations de déclaration statistique dans le domaine des finances publiques (supprimant les dérogations restantes) et des comptes financiers trimestriels (en vue d'accroître l'efficacité des flux de données).

En ce qui concerne les statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement, les BCN ont commencé à fournir à la BCE de nouvelles données harmonisées à partir de février 2009,

¹³ Une liste préliminaire de véhicules financiers spécialisés avait déjà été établie, ce qui a permis de commencer à travailler par recoupement avec d'autres séries de données et de réaliser une analyse préliminaire limitée des évolutions récentes dans ce domaine.

¹⁴ Règlement BCE/2008/32 du 19 décembre 2008 concernant le bilan du secteur des institutions financières (refonte)

¹⁵ Un règlement modifiant le règlement BCE/2001/18 concernant les statistiques sur les taux d'intérêt appliqués par les institutions financières monétaires aux dépôts et crédits vis-à-vis des ménages et des sociétés non financières sera bientôt publié.

¹⁶ Règlement BCE/2008/30 du 19 décembre 2008 relatif aux statistiques sur les actifs et passifs des véhicules financiers spécialisés dans les opérations de titrisation

avec décembre 2008 comme donnée de référence¹⁷.

Depuis juin 2008, de nouvelles statistiques sur la circulation des billets et des pièces en euros ont été publiées sous la section statistiques du site internet de la BCE (par exemple, les données mensuelles sur les encours et les flux des billets et des pièces en euros en circulation et les données relatives au nombre et à la valeur des billets de banque vérifiés quant à leur authenticité et leur qualité). En outre, des indicateurs de compétitivité harmonisés améliorés pour les pays de la zone euro, basés sur les indices des prix à la consommation, les déflateurs du PIB et les coûts salariaux unitaires, sont actuellement publiés à intervalles réguliers dans le cadre du dispositif de diffusion conjointe de l'Eurosystème. Leur objectif est de fournir des mesures comparables des évolutions de la compétitivité-prix et de la compétitivité-coût dans les pays de la zone euro, qui soient également cohérentes avec les modifications des taux de change effectifs réels de l'euro.

La BCE a continué d'améliorer ses statistiques sur les titres européens à court terme (*Short-Term European Paper* – STEP). Celles-ci présentent les volumes du marché primaire, ainsi que les rendements des titres de créance à court terme émis dans le cadre de programmes qui ont reçu le label STEP (cf. également la section 3 du chapitre 4). Des données détaillées de flux et d'encours, en ce compris les encours des programmes STEP individuels, devraient être publiées au premier semestre de 2009.

De nouvelles statistiques relatives aux bilans des IFM, destinées à étayer l'analyse monétaire, ont également été publiées. Par exemple, à la suite des améliorations apportées à la disponibilité des données des comptes financiers, la BCE a commencé à publier des statistiques sectorielles sur les détentions des instruments figurant dans M3 par les sociétés non financières, les ménages (y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages), les autres intermédiaires financiers (y compris les fonds de placement), ainsi que par les compagnies d'assurances et

les fonds de pension. Des séries temporelles sont également disponibles à partir du premier trimestre 1999.

En septembre 2008, le Conseil des gouverneurs a approuvé la tenue d'une enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages de la zone euro. Ce projet vise à combler un vide important dans la disponibilité des données relatives à la situation financière de certains segments du secteur des ménages, complétant ainsi les statistiques macroéconomiques (par exemple en fournissant des informations sur les actifs et les passifs des ménages dans l'ensemble de la zone euro). Une enquête sur l'accès des petites et moyennes entreprises au financement est également en préparation. Cette enquête devrait être menée en coopération avec la Commission européenne. Le SEBC a aussi poursuivi son travail d'amélioration de la base de données centralisée sur les titres (*Centralised Securities Database* - CSDB). La CSDB comporte des informations de référence sur les titres individuels pertinents pour les objectifs statistiques du SEBC. Elle joue un rôle clé dans l'évolution vers un système de déclaration titre par titre. Les systèmes qui collectent des données poste par poste ont la possibilité d'alléger significativement la charge administrative pour les agents déclarants, tout en améliorant la qualité et la flexibilité des statistiques de la zone euro. La base de données est déjà utilisée par plusieurs BCN pour établir leurs statistiques financières nationales et de nouveaux développements sont en cours.

4.2 LES AUTRES ÉVOLUTIONS STATISTIQUES

Les deux règlements cadre relatifs à la collecte, à l'établissement et à la diffusion des statistiques en Europe, publiés respectivement par le Système statistique européen (le SSE, un partenariat entre Eurostat et les instituts statistiques nationaux) et par le SEBC, font actuellement l'objet d'une mise à jour.

¹⁷ Comme stipulé dans le règlement BCE/2007/8 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement (autres que les OPCVM monétaires)

La coopération étroite entre le SEBC et le SSE a débouché sur de nombreuses dispositions similaires dans les deux projets d'actes juridiques susmentionnés, en particulier en ce qui concerne l'échange d'informations statistiques confidentielles entre le SEBC et le SSE. La BCE a publié, en septembre 2008, une recommandation relative à un règlement du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 2533/98 concernant la collecte d'informations statistiques par la BCE¹⁸.

Depuis 2007, la BCE et Eurostat ont régulièrement publié les comptes sectoriels financiers et non financiers trimestriels intégrés de la zone euro. En 2008, des travaux ont été entamés visant à accroître la rapidité de disponibilité de ce cadre comptable macroéconomique détaillé et à en renforcer le caractère exhaustif et cohérent.

La diffusion des statistiques s'est améliorée grâce à la publication de tableaux supplémentaires sur les statistiques de la zone euro et de toutes les données nationales correspondantes sur les sites internet de la BCE et des BCN. Les extensions couvertes sont les suivantes: 1) listes d'IFM, 2) statistiques des taux d'intérêt pratiqués par les IFM, 3) statistiques de paiements et 4) données détaillées relatives à l'IPCH et au PIB. Le *Statistical Data Warehouse* de la BCE (« Entrepôt de données statistiques » – SDW) est un outil de plus en plus répandu d'accès en ligne aux statistiques de la zone euro. En 2008, davantage de statistiques relatives au marché financier ont été intégrées au SDW et le nombre d'utilisateurs du SDW a doublé, s'établissant à quelque 40.000 par mois. Le lancement sur le site internet de la BCE d'un nouvel outil de visualisation interactif en vue du suivi de l'inflation s'intègre également dans une stratégie d'amélioration de la communication relative aux statistiques de la zone euro. Enfin, une gamme plus large de statistiques et d'indicateurs ont été présentés dans plusieurs publications régulières de la BCE, telles que l'*Euro money market survey* (« Examen du marché monétaire de l'euro »), le rapport intitulé *Financial integration in Europe* (« Intégration financière en Europe »)

et la *Financial Stability Review* (« Revue de la stabilité financière »).

Plusieurs documents publiés en 2008 ont permis d'accroître la connaissance des statistiques de la BCE et du SEBC, de leur gestion et de leur qualité. Les *Statistical Quality Framework and quality assurance procedures*¹⁹ (« Cadre de qualité des statistiques et procédures de garantie de qualité de la BCE »), la mise à jour de la publication intitulée *ECB statistics – an overview*²⁰ (« Vue d'ensemble des statistiques de la BCE »), ainsi que la publication du procès-verbal de la quatrième conférence de la BCE sur les statistiques²¹ constituent des exemples de la volonté de transparence de la BCE dans ce domaine.

La BCE a continué de collaborer étroitement avec Eurostat et avec d'autres organismes internationaux (par exemple, pour la préparation du Rapport conjoint 2008 intitulé *Status report on information requirements in EMU* (« Rapport sur les obligations d'information dans le cadre de l'UEM ») et à l'occasion de la révision du manuel intitulé *ESA 95 manual on government deficit and debt* d'Eurostat (« Manuel SEC 95 sur le déficit et la dette des administrations publiques »)). Elle a joué un rôle important dans le processus de mise à jour des normes statistiques internationales (avec les travaux relatifs au Système des comptes nationaux – SCN 93, au Manuel de la balance des paiements du FMI et à la définition de référence des investissements directs internationaux établie par l'OCDE). La BCE a apporté son soutien à Eurostat dans la révision du SEC 95. Ce dernier oriente une série de décisions au niveau européen. La BCE soutient également les normes techniques internationales d'échange de données et les applique. De plus, en collaboration avec les BCN, le FMI et la BRI, la BCE a rédigé un manuel sur les statistiques relatives aux titres.

18 http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_25120081003_en00010005.pdf

19 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html>

20 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf>

21 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf>

Enfin, la BCE a publié une mise à jour de son *Government finance statistics guide*²² (« Guide sur les statistiques des finances publiques »).

Les statistiques de la zone euro ont été adaptées pour tenir compte de l'entrée de Malte et de Chypre le 1^{er} janvier 2008. Aucun problème n'a été rencontré grâce à la préparation de longue haleine dans laquelle ces pays s'étaient engagés avant même de rejoindre l'UE, en étroite collaboration avec la BCE et d'autres États membres. À l'instar des années précédentes, les statistiques ont également joué un rôle important dans le suivi de la convergence des États membres de l'UE qui ne font pas encore partie de la zone euro. La BCE, conjointement avec les banques centrales de ces États membres, a également assisté Eurostat dans la fourniture de statistiques sur les taux d'intérêt à long terme et sur les taux de change; elle a collecté et établi des données statistiques supplémentaires qui complètent les quatre principaux indicateurs de convergence dans le Rapport sur la convergence 2008 de la BCE (cf. la section 1 du chapitre 3).

4.3 LE PROGRAMME DE TRAVAIL À MOYEN TERME RELATIF À LA FONCTION STATISTIQUE DE LA BCE (2009-2012)

Le *medium-term work programme for the ECB's statistical function (2009-12)* (« programme de travail à moyen terme relatif à la fonction statistique de la BCE ») a été publié sur le site internet de la BCE en juillet 2008²³. Ce programme est le résultat d'une analyse détaillée et a pour objectif d'accroître davantage le rendement et l'efficacité de la collecte et de l'établissement des statistiques de la zone euro, en vue d'affecter les gains d'efficacité qui en résultent à combler certains vides subsistants. Les améliorations devraient être apportées notamment sous les formes suivantes: 1) des statistiques plus détaillées sur les détentions de titres, 2) de meilleures données sur les dérivés de crédit, 3) l'établissement dans les délais de statistiques trimestrielles sur les compagnies d'assurances et sur les fonds de pension et 4) une réutilisation accrue des micro-données

disponibles à des fins statistiques. Ces dernières comprennent des données dérivées des états financiers des sociétés disponibles dans les centrales des bilans nationales, ainsi que des informations disponibles auprès des centrales des crédits. En outre, des travaux sont actuellement entrepris, en collaboration avec le Comité européen des contrôleurs bancaires, pour établir, dans les domaines où cela est possible, un rapprochement entre les obligations statistiques et les obligations de contrôle pour les établissements de crédit. Le SEBC continue aussi à évaluer les besoins statistiques découlant des turbulences financières. Cette stratégie à moyen terme nécessitera une coopération accrue entre toutes les parties concernées, à savoir les départements statistiques des BCN et de la BCE, ainsi que des partenaires extérieurs, tels que les instituts statistiques, les autorités de contrôle et des représentants de l'industrie financière.

22 http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/government_financesstatisticsguide200812en.pdf

23 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html>

5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Les activités de recherche menées à la BCE, comme dans l'Eurosystème dans son ensemble, visent principalement à 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, à concevoir et à mettre en œuvre les modèles et les outils d'analyse utiles à ces fins, à maintenir et à utiliser les modèles économétriques pour établir les prévisions économiques et comparer les effets de politiques alternatives, et enfin à communiquer avec la communauté universitaire, par le biais notamment de la publication des résultats des recherches dans des revues à caractère scientifique et de l'organisation de conférences de recherche.

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 peuvent mener des projets de recherche selon leurs besoins et leur expertise. La Direction générale des Études et de la Recherche joue un rôle clé en coordonnant ces activités, tout en conduisant elle-même des recherches de haut niveau. La Direction 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. Le Comité identifie les grands domaines prioritaires pour chaque année.

Le programme de recherche pour 2008 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 ainsi que les questions internationales et fiscales.

En ce qui concerne la prévision et la modélisation, un certain nombre de projets existants ont été poursuivis et de nouveaux ont été lancés en 2008. Le nouveau modèle relatif à l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model – NAWM*) a été introduit dans le contexte des exercices de

projection pour établir les projections centrales et analyser des scénarios économiques. Le modèle Christiano-Motto-Rostagno a été développé plus avant et utilisé dans plusieurs exercices se concentrant sur le comportement des marchés financiers. Il s'agit de deux exemples de modèles d'équilibre général stochastiques et dynamiques (EGSD), lesquels sont de plus en plus employés dans le cadre des activités de politique économique des banques centrales. D'autres modèles EGSD ont été conçus en interne pour étudier des questions spécifiques de politique économique. Les travaux commencés en 2006-2007 sur les outils de prévision à court terme se sont concrétisés en 2008 par l'introduction de ces derniers dans l'évaluation régulière de la situation économique ainsi que dans la préparation des décisions de politique monétaire. Les activités de recherche sur de nouveaux outils de prévision et sur ceux existants se poursuivront en 2009.

Une nouvelle méthode d'établissement de fourchettes de projection a été mise en place en 2008 et a été utilisée dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et de la BCE publiées en septembre et en décembre. L'incertitude en matière de prévision constituera également un sujet d'intérêt en 2009.

La recherche dans le domaine de l'analyse monétaire a été axée sur la mise au point et l'utilisation de méthodes quantitatives pour l'analyse monétaire, en mettant l'accent sur la fourniture d'outils analytiques de haute qualité en vue de préparer les décisions de politique monétaire. Les travaux se sont concentrés sur le développement de modèles d'indicateurs d'inflation fondés sur la monnaie et sur l'analyse de la demande de monnaie, ainsi que sur la conception de scénarios monétaires d'un point de vue structurel. Le modèle Christiano-Motto-Rostagno a largement été utilisé dans ce contexte. Une attention toute particulière a été accordée à l'utilisation de différents modèles structurels et d'autres instruments comme outils de recoupement.

S'agissant du mécanisme de transmission de la politique monétaire, le *Wage Dynamics Network*

(WDN), qui se compose de chercheurs du SEBC, a présenté les résultats de ses travaux lors d'une conférence organisée en juin 2008. Le WDN étudie, aux niveaux agrégé et microéconomique, les caractéristiques et les sources de la dynamique des salaires dans la zone euro et leur relation avec les prix. Une importante réalisation du réseau en 2008 fut l'enquête qu'il a menée sur les salaires, les coûts du travail et le processus de formation des prix au niveau des entreprises dans dix-sept pays.

Élaborée par un réseau de l'Eurosystème, l'enquête sur le financement et la consommation des ménages (cf. la section 4 du présent chapitre) qui sera menée dans l'ensemble de la zone euro, fournira des informations microéconomiques sur une large gamme de décisions prises par les ménages concernant la détention d'actifs réels et financiers, l'endettement, l'appétence pour le risque, l'emploi, les revenus, la retraite, les transferts intergénérationnels, les donations, la consommation et l'épargne. La collecte des données devrait commencer début 2009 dans une série de pays membres de la zone euro. Rendues anonymes, les micro-données sur le financement et la consommation des ménages de la zone euro devraient aussi être mises à la disposition de la communauté scientifique dans le futur. Des recherches connexes portant sur le financement et la consommation des ménages ont été présentées à l'occasion d'une conférence organisée par le Centre d'études financières et la BCE en septembre 2008. La politique de communication d'une banque centrale, le suivi des marchés financiers, l'immobilier résidentiel, le rôle des banques et du crédit dans le mécanisme de transmission monétaire et l'hétérogénéité de la zone euro sous différents angles sont autant d'autres sujets analysés en relation avec ce domaine de recherche.

L'effort de recherche a également porté sur les questions de stabilité financière et leur incidence sur la politique monétaire, essentiellement lors des travaux réalisés dans le cadre de la *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière) de la BCE. Le système financier a été analysé sous deux angles : son degré d'intégration

et l'évolution des marchés des capitaux. L'interaction entre les risques de crédit et de marché a en outre été examinée.

En ce qui concerne la recherche ayant trait aux systèmes de paiement et de règlement, la BCE a collaboré avec plusieurs dirigeants de banque centrale intéressés (de la Bank of England, de la Reserve Bank of Australia, de la Banque fédérale de réserve de New York, de la Banque fédérale de réserve de Chicago, de la Banque du Canada et de la Nederlandsche Bank) et des universitaires pour établir un *Payment Economics Network* informel. Ce réseau entend promouvoir la diffusion des recherches entreprises dans le domaine des systèmes de paiement et de règlement de titres et renforcer le lien entre la recherche et la pratique en la matière. 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 les déséquilibres au niveau mondial, à propos desquels un séminaire de haut niveau a été organisé en 2008, et le rôle international de l'euro. S'agissant de ce dernier domaine, les travaux se sont concentrés sur la relation unissant la facturation en devises et l'incidence des taux de change. Les résultats de ces travaux seront intégrés dans le Rapport intitulé «Examen du rôle international de l'euro». Dans le cadre de ce domaine de recherche prioritaire, une extension internationale du NAWM a été mise au point.

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

²⁴ <http://www.paymenteconomics.org>

série des documents de travail ainsi que dans la série d'études à caractère spécifique de la BCE. En 2008, 141 documents de travail et 22 études spécifiques 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 2008, les membres du personnel de la BCE ont publié plus de 30 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. Les articles présentés en 2008 étaient consacrés aux turbulences sur les marchés du crédit, aux caractéristiques du cycle conjoncturel de la zone euro, au patrimoine immobilier et à la consommation, ainsi qu'à la dynamique régionale de l'inflation.

La BCE a organisé ou co-organisé quelque quinze conférences ou ateliers consacrés à des sujets de recherche. Certaines conférences ont été organisées conjointement avec le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR) 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. Les thèmes financiers ont été au centre de sept d'entre eux : deux ont abordé l'incidence des turbulences financières,

l'un ayant été coparrainé par la Banque fédérale de réserve de Chicago, et un autre portait sur l'intégration financière. Les autres traitaient de différents aspects du fonctionnement des marchés monétaire et de virements de masse. La cinquième conférence de l'*International Research Forum on Monetary Policy* (coparrainée par le Système fédéral de réserve, la Georgetown University et l'Université de Francfort) en juin 2008 a examiné des sujets de politique monétaire. D'autres conférences ont abordé des questions ayant trait aux données (cette conférence a été coparrainée par le CEPR par l'intermédiaire de l'EABCN, le réseau sur le cycle conjoncturel de la zone euro), les marchés du travail et le dixième anniversaire de l'euro.

L'organisation de séries de séminaires a constitué 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 Centre d'études financières, 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 237(d) du Traité, la BCE a pour mission de surveiller le respect par les vingt-sept BCN de l'UE et la BCE des interdictions qui leur sont imposées par les articles 101 et 102 du Traité et des règlements du Conseil (CE) correspondants n° 3603/93 et n° 3604/93. L'article 101 interdit à la BCE et aux BCN d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux autorités publiques et aux institutions ou organes de la Communauté, et d'acquiescer directement, auprès d'eux, des instruments de leur dette. L'article 102 proscrie toute mesure, ne reposant pas sur des considérations d'ordre prudentiel, qui établirait un accès privilégié des autorités publiques et des institutions ou organes de la Communauté aux institutions financières. Parallèlement 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, ainsi que les institutions et organes de la Communauté. En vertu des considérations du règlement du Conseil (CE) n° 3603/93, l'acquisition d'instruments de dette du secteur public sur le marché secondaire ne doit pas servir à contourner la règle énoncée à l'article 101 du Traité. De tels achats ne sauraient devenir une forme indirecte de financement monétaire du secteur public.

L'exercice de surveillance réalisé pour 2008 sur la base des informations fournies par les vingt-sept BCN du SEBC et la BCE confirme qu'à une exception près les dispositions des articles 101 et 102 du Traité et les règlements du Conseil y afférents ont en général été respectés au cours de la période sous revue.

La Nederlandsche Bank a fait état d'un découvert interjournalier, entraînant une situation de

non-respect, limitée à un jour, des interdictions relatives au financement monétaire imposées par le Traité, à laquelle il a immédiatement été remédié.

6.2 LES FONCTIONS CONSULTATIVES

L'article 105 (4) du Traité stipule que la BCE est consultée sur toute proposition de législation communautaire ou nationale relevant de sa compétence²⁵. Il ne peut être contrevenu à l'obligation de consulter la BCE lorsqu'il s'agit en particulier d'adopter un projet de réglementation par le biais d'une procédure *fast-track*. En outre, l'adoption de réglementations dans un laps de temps très court au terme d'une demande de consultation ne devrait être autorisée que dans des cas exceptionnels, tels que les turbulences qui secouent actuellement les marchés. Tous les avis de la BCE sont publiés sur son site internet.

La BCE a adopté 92 avis en 2008, dont 11 en réponse à des consultations par les institutions européennes et 81 à la demande d'autorités nationales. La BCE avait délivré 43 avis en 2007. Une liste des avis adoptés en 2008 et début 2009 est annexée au présent *Rapport annuel*.

Les avis suivants émis à la demande du Conseil de l'UE sont particulièrement dignes d'intérêt.

La BCE a émis un avis²⁶ sur une proposition d'amendement de la directive concernant le caractère définitif du règlement²⁷ et de la directive concernant les contrats de garantie financière²⁸. Les modifications ont trait

25 Le Royaume-Uni est exempté de l'obligation de consultation, conformément au protocole concernant certaines dispositions relatives au Royaume-Uni, tel qu'annexé au Traité, JO C 191, 29.7.1992

26 CON/2008/37

27 Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, JO L 166, 11.6.1998

28 Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, JO L 168, 27.6.2002

à la protection accordée par la directive concernant le caractère définitif du règlement aux services de règlement de nuit et aux systèmes liés, en raison de la hausse attendue de l'interopérabilité des systèmes découlant de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers et du code de conduite européen en matière de compensation et de règlement des opérations sur titres. Parmi les catégories de garanties financières susceptibles d'être présentées au titre de la directive concernant les contrats de garantie financière, la proposition inclut également les prêts bancaires éligibles en garantie des opérations de crédit des banques centrales, en vue de faciliter le recours à ceux-ci dans toute l'UE. Dans son avis, la BCE a accueilli favorablement la proposition d'amendement et a notamment suggéré d'élargir la définition du « système » afin (a) d'y inclure expressément les systèmes établis par un acte juridique de la BCE et (b) de permettre à la BCE de notifier elle-même ces systèmes. La BCE a également proposé d'inscrire les prêts bancaires dans la directive concernant les contrats de garantie financière, selon une définition générale unique sans rapport avec l'éligibilité de banque centrale et a recommandé d'harmoniser certains éléments des règles de conflit de lois sur les prêts bancaires dans l'UE.

La BCE a par ailleurs été consultée sur une proposition de directive amendant la directive relative aux exigences de fonds propres²⁹ en ce qui concerne les banques affiliées à des institutions centrales et certains éléments des fonds propres.

La BCE a émis un avis³⁰ sur une proposition de directive amendant la directive relative à la monnaie électronique³¹, qui vise à ouvrir le marché à l'émission de monnaie électronique, par le biais d'établissements de monnaie électronique. La BCE a approuvé la révision mais a manifesté de sérieuses craintes quant au fait de modifier la nature des établissements de monnaie électronique pour en faire des « institutions financières », telles que définies

par la refonte de la directive 2006/48/CE³², dans la mesure où cela aurait de lourdes conséquences pour la conduite de la politique monétaire. La proposition de directive suscite également des inquiétudes du point de vue de la surveillance, dans la mesure où elle allège le régime de surveillance des établissements de monnaie électronique tout en élargissant l'éventail des activités que ceux-ci peuvent exercer.

En ce qui concerne le cadre Lamfalussy³³, en sa qualité d'élément de clarification et d'élargissement de l'éventail des missions des comités de niveau 3 (le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB), le Comité européen des contrôleurs de l'assurance et des pensions de retraite (CEIOPS) et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM)), la BCE a été consultée sur un projet de décision de la Commission instituant le CECB, remplaçant la décision 2004/10 de la Commission³⁴. Dans son avis, la BCE³⁵ a accueilli favorablement les amendements proposés et a souligné qu'elle formulait ses commentaires spécifiques sans préjudice d'éventuelles contributions ultérieures au débat plus large qui s'ouvrira, par exemple au niveau du groupe de haut niveau présidé par Jacques de Larosière. La BCE a suggéré quelques amendements au projet de décision, en particulier concernant l'implication de la BCE et du Comité de surveillance bancaire dans certaines tâches du CECB. La BCE a

29 La directive relative aux exigences de fonds propres se compose de la refonte de deux directives du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006: la directive 2006/48/CE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, JO L 177, 30.6.2006, et la directive 2006/49/CE sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, JO L 177, 30.6.2006

30 CON/2008/84

31 Directive 2000/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 18 septembre 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements, JO L 275, 27.10.2000

32 Cf. articles 4 (1) et (5) de la directive 2006/48/CE, telle que citée dans la note de bas de page n° 30.

33 Pour de plus amples détails, cf. la section 2 du chapitre 4.

34 Décision 2004/10 de la Commission du 5 novembre 2003 instituant le Comité bancaire européen, JO L 3, 7.1.2004

35 CON/2008/63

recommandé d'assurer la cohérence entre les dispositions du projet de décision et celles de la charte du CECB relatives aux procédures de vote et a suggéré que la Commission prenne ces commentaires en considération, le cas échéant, dans le cadre des projets de décision concernant les deux autres Comités de niveau 3, à propos desquels la BCE n'est pas consultée.

La BCE a également émis un avis³⁶ sur une proposition de règlement concernant les paiements transfrontières remplaçant le règlement (CE) n° 2560/2001³⁷. Tout en accueillant favorablement l'inclusion des débits directs transfrontières dans la proposition de règlement, la BCE a averti que les questions relatives aux déclarations au titre de la balance des paiements devaient être examinées attentivement. Dans ce contexte, il est essentiel de satisfaire les besoins des utilisateurs en matière de statistiques de la balance des paiements nationales et de la zone euro ainsi que de garantir l'émergence rapide de l'espace unique de paiement en euros (SEPA). La mise en place de SEPA implique que les systèmes de déclaration au titre de la balance des paiements reposant essentiellement sur les données des paiements ne peuvent pas être maintenus, étant donné qu'ils concernent les paiements en euros au sein de l'UE. La réforme de tels systèmes pourrait entraîner un allègement des obligations de déclaration dans le chef des banques, mais également un alourdissement de la charge de déclaration dans le chef des non-banques, laquelle devrait être maintenue à un niveau minimum. Il conviendrait également de veiller à ce que les statistiques de la balance des paiements continuent d'être établies avec la grande fiabilité, la fréquence et la rapidité qu'exige la conduite de la politique monétaire de la BCE.

La BCE a émis un avis³⁸ sur des amendements à la directive relative aux systèmes de garantie des dépôts³⁹ destinés à améliorer la confiance des déposants en relevant le niveau de garantie minimale offert par les systèmes de garantie des dépôts et en réduisant le délai maximum de remboursement des dépôts garantis. La BCE a apporté son soutien à ces objectifs, tout en soulignant qu'il faudrait préserver la crédibilité

des systèmes de garantie des dépôts en mettant en place des processus opérationnels efficaces de vérification des créances et de paiement des déposants, en s'assurant que des fonds sont disponibles en suffisance et en veillant à ce que les déposants prennent mieux conscience des modalités régissant la protection des dépôts. Toutes les dispositions doivent respecter l'interdiction du financement monétaire définie à l'article 101 du Traité⁴⁰. La BCE entend contribuer à la poursuite des travaux dans ce domaine en 2009.

Les autorités nationales ont de nouveau consulté la BCE sur des questions se rapportant aux BCN, en particulier sur des amendements aux statuts des BCN belge, bulgare, tchèque, allemande, estonienne, espagnole, luxembourgeoise, hongroise, roumaine et suédoise⁴¹. S'agissant de l'amendement proposé à la loi relative à la Deutsche Bundesbank, la BCE a souligné qu'un État membre ne peut pas mettre en cause la capacité d'une BCN à employer et à 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 et qu'une BCN ne peut pas être mise dans une situation dans laquelle le gouvernement peut influencer sa politique en matière de personnel⁴². La BCE a précisé qu'elle accueillerait favorablement une révision des amendements proposés visant à élargir les pouvoirs du Directoire de la Deutsche Bundesbank en vue d'adopter des réglementations en matière de personnel. S'agissant des amendements proposés aux

36 CON/2009/1

37 Règlement (CE) 2560/2001 du Parlement européen et du Conseil du 19 décembre 2001 concernant les paiements transfrontaliers en euros, JO L 344, 28.12.2001

38 CON/2008/70

39 Directive 94/19/CE du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 1994 relative aux systèmes de garantie des dépôts, JO L 135, 31.5.1994

40 Interprétée conformément au règlement (CE) n° 3603/93 du Conseil du 13 décembre 1993 précisant les définitions nécessaires à l'application des interdictions énoncées à l'article 104 et à l'article 104 B paragraphe 1 du Traité, JO L 332, 31.12.1993

41 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82 [MT], CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 et CON/2008/34

42 CON/2008/9

Statuts de la Banca Națională a României, la BCE a estimé que ceux-ci limiteraient considérablement l'indépendance de la banque centrale, en raison notamment de l'approbation obligatoire par le Parlement du rapport annuel de la Banca Națională a României et de la possibilité pour le personnel de la banque centrale d'être tenu personnellement responsable de pertes éventuelles⁴³. Dans son avis relatif à l'indépendance financière de la Sveriges Riksbank au niveau de la structure des fonds propres et de la répartition des bénéfices, la BCE a souligné que la Suède devait avoir mis en application, au moment de la création du SEBC le 1^{er} juin 1998⁴⁴, les adaptations nécessaires afin de se conformer aux dispositions pertinentes du Traité et des Statuts du SEBC relatives à l'indépendance des banques centrales. La BCE a également attiré l'attention sur le fait que toute réforme législative devrait avoir pour objectif de se conformer progressivement aux normes de l'Eurosystème. En outre, la BCE a émis, de sa propre initiative, un avis sur la réforme du système de sécurité social grec, étant donné qu'elle considérait que les dispositions proposées pouvaient affecter le statut de la Banque de Grèce en tant qu'autorité indépendante⁴⁵. Le fonds de pension de la Banque de Grèce a été intégré dans un fonds de pension public et elle a été invitée à contribuer à concurrence d'un montant annuel de 23 millions d'euros durant une période de quinze ans. Les dispositions concernées de la loi auraient nécessité un examen quant aux implications éventuelles pour l'indépendance de la banque centrale, en ce compris l'indépendance financière, ainsi qu'à l'interdiction du financement monétaire.

La BCE a été consultée à deux reprises par le Luxembourg sur un projet de loi améliorant le cadre législatif du Luxembourg en tant que centre financier et modifiant la loi relative au statut monétaire, ainsi que sur un projet de loi relatif à la Banque centrale du Luxembourg⁴⁶. Ces avis ont accueilli favorablement le renforcement du rôle de maintien de la stabilité financière de la Banque centrale du Luxembourg et l'établissement d'une base légale pour l'élargissement éventuel de la fourniture de liquidités d'urgence par la Banque.

Dans le domaine des systèmes de paiement et de règlement, la BCE a été consultée par la Pologne concernant un projet de loi modifiant la loi relative aux opérations sur instruments financiers et d'autres législations⁴⁷. Conformément aux avis émis précédemment, la BCE a recommandé des dispositions explicites concernant la compétence des BCN dans le domaine de la surveillance des systèmes de paiement et de règlement.

S'agissant de la surveillance financière, la Finlande a consulté la BCE sur un projet de loi relatif à l'intégration de la surveillance financière et du contrôle des assurances⁴⁸. La BCE a soutenu le renforcement de la structure de surveillance, mais elle a souligné la nécessité de garanties au niveau des accords budgétaires, du mécanisme de remboursement, des contrôles et des informations. Dans la continuité des avis qu'elle avait émis précédemment, la BCE a souligné que la coopération et le partage d'informations entre les autorités de surveillance et les banques centrales étaient essentiels dans l'exercice du contrôle macro-prudentiel et la surveillance des systèmes de paiement. Dans le domaine de la stabilité financière, la Pologne a consulté la BCE concernant un projet de loi modifiant la loi sur le fonds de garantie bancaire⁴⁹. La BCE a répété les critères sur la base desquels les BCN sont autorisées à accorder des crédits aux systèmes nationaux de protection des dépôts et a souligné l'importance d'une coordination efficace de tels dispositifs.

Dans le contexte de la crise financière internationale, la BCE a émis de nombreux avis⁵⁰

43 CON/2008/31

44 CON/2008/34

45 CON/2008/13

46 CON/2008/17 et CON/2008/42

47 CON/2008/20

48 CON/2008/16

49 CON/2008/32

50 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 et CON/2008/92

sur les plans de sauvetage nationaux au niveau des garanties de l'État, sur la recapitalisation des banques en difficulté, sur l'acquisition d'actifs bancaires et sur les dispositifs de garantie des dépôts. À cet égard, la BCE a souligné l'importance d'une approche coordonnée, dans le respect du plan d'action concertée adopté le 12 octobre 2008 par les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et dans le respect de la législation communautaire (en particulier en ce qui concerne les dispositions relatives aux aides publiques), et a souligné que le rôle de l'État en tant qu'actionnaire devrait être limité dans le temps⁵¹.

S'agissant de l'introduction de l'euro en Slovaquie, ce pays a consulté la BCE concernant le projet de loi slovaque sur le double affichage des prix et sur les règles d'arrondi⁵². La BCE a rappelé l'importance des principes de neutralité des prix et de la continuité des instruments juridiques et a recommandé d'adopter une approche cohérente avec des cas comparables ayant trait aux méthodologies et aux pratiques d'arrondi.

À compter de 2008, le *Rapport annuel* fournira également des informations concernant les cas évidents et importants de non-respect de l'obligation de consultation de la BCE au sujet de projets d'actes législatifs nationaux et communautaires. Outre la réforme du système de sécurité sociale grec, sur laquelle la BCE a émis un avis de sa propre initiative, ainsi qu'il a été mentionné ci-dessus, six cas de non-consultation de la BCE concernant des projets d'actes législatifs nationaux ont été recensés en 2008.

Dans deux cas, les autorités bulgares et chypriotes ont omis de consulter la BCE sur des dispositions légales établissant des motifs de révocation du gouverneur de banque centrale autres que ceux mentionnés dans les statuts du SEBC. La loi bulgare sur la prévention et la diffusion des conflits d'intérêts du 16 octobre 2008 stipule que le non-respect des dispositions mentionnées dans la loi, ainsi que l'existence d'un conflit d'intérêts constituent des motifs de révocation des fonctionnaires publics, y

compris le gouverneur, le vice-gouverneur, ainsi que les membres du Conseil des gouverneurs de la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie). La loi chypriote impose des restrictions relatives à certaines activités économiques et à certains avantages, dont le non-respect constitue un motif de révocation du gouverneur de la Banque centrale de Chypre. Si la BCE avait été consultée, elle aurait émis des commentaires critiques importants relatifs à la conformité de ces dispositions par rapport à l'article 14.2 des Statuts du SEBC.

La BCE n'a pas été consultée par les autorités françaises sur deux amendements au projet de loi de modernisation de l'économie, lequel poursuivait la simplification des statuts de la Banque de France, en abolissant notamment le Comité monétaire de son Conseil général et en conférant au gouverneur la responsabilité de transposer les orientations de la BCE. La BCE n'aurait pas émis d'objection par rapport à ces modifications institutionnelles, mais elle aurait dû être consultée puisque les dispositions concernent la Banque de France.

Les autorités néerlandaises ont omis de consulter la BCE sur la loi modifiant la loi relative à la surveillance financière. La loi stipule que, dans des circonstances exceptionnelles, la Nederlandsche Bank ainsi que l'*Autoriteit Financiële Markten* (l'autorité des marchés financiers) peuvent adopter des règles temporaires en vue de renforcer la stabilité du secteur financier. Dans une lettre adressée au ministre néerlandais des Finances, la BCE a constaté que le projet de loi concernait une BCN, ainsi que des règles applicables aux institutions financières qui influencent matériellement la stabilité des institutions financières et des marchés financiers, et que la BCE aurait dès lors dû être consultée.

La BCE n'a pas été consultée par les autorités portugaises concernant trois actes juridiques adoptés dans le contexte des turbulences

⁵¹ Pour plus de détails, cf. chapitre 5.

⁵² CON/2008/23, CON/2008/25 et CON/2008/27

financières. L'un d'eux attribuait au Banco de Portugal des missions telles que l'évaluation des demandes d'augmentation de fonds propres introduites par des établissements de crédit, ainsi que le contrôle du respect des plans de recapitalisation. Les deux autres actes juridiques conféraient à l'État portugais le rôle de garant du financement des établissements de crédit ayant leur siège social au Portugal, le Banco de Portugal étant l'une des autorités responsables de l'examen des demandes de financement et du contrôle de la mise en application de telles garanties d'État. La BCE aurait dû être consultée étant donné que la législation adoptée concerne une BCN et fixe des règles applicables aux institutions financières qui influencent matériellement la stabilité des institutions financières et des marchés financiers.

Les autorités roumaines ont omis de consulter la BCE sur des projets d'actes législatifs transposant dans la législation roumaine la directive 2006/43/CE concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés. Bien qu'il s'agisse de la transposition d'une directive de la CE, la BCE aurait dû être consultée puisque les dispositions concernent la Banca Națională a României.

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

En vertu de l'article 123 (2) du Traité et de l'article 9 du règlement du Conseil (CE) n° 332/2002 du 18 février 2002, la BCE continue de gérer les opérations d'emprunt et de prêt effectuées par la Communauté européenne au titre de la facilité de soutien financier à moyen terme. En 2008, la BCE a reçu une somme principale des créanciers de la Communauté et a versé ce montant au pays emprunteur (Hongrie). L'encours total des prêts de la Communauté à la Hongrie s'établissait, au 31 décembre 2008, à 2 milliards d'euros (à titre de comparaison, il n'existait pas d'arriéré à la fin de l'année 2007).

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

En 2008, 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 offert 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 2008. 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, en particulier au second semestre de l'année sous revue. À la suite d'une enquête de satisfaction menée auprès des clients en 2007, confirmant la satisfaction générale de ceux-ci, l'Eurosystème a entamé en 2008 des travaux visant à renforcer encore l'éventail des services disponibles dans le cadre, de même que leur qualité.



La formation des caissiers à la Suomen Pankki – Finlands Bank à Helsinki, septembre 2001

CHAPITRE 3

L'ENTRÉE DE LA SLOVAQUIE DANS LA ZONE EURO

I LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES EN SLOVAQUIE

Le 8 juillet 2008, le Conseil Ecofin a adopté une décision autorisant la Slovaquie à rejoindre la zone euro à compter du 1^{er} janvier 2009, portant de quinze à seize le nombre de pays de la zone. La décision du Conseil a été fondée sur les rapports sur la convergence établis par la BCE et la Commission européenne en mai 2008 et a fait suite à des discussions menées par le Conseil de l'UE, réuni au niveau des chefs d'État et de gouvernement, à un avis du Parlement européen et à une proposition de la Commission européenne. Le même jour, le Conseil Ecofin a adopté un règlement fixant de manière irrévocable le taux de conversion entre la couronne slovaque et l'euro à SKK 30,1260, soit le cours pivot dans le MCE II au moment de la décision. Le jour où son taux de conversion a été fixé, la couronne slovaque s'échangeait à un niveau proche de ce cours pivot. Au cours de sa participation au MCE II, à compter du 28 novembre 2005, le cours pivot de la couronne slovaque a été réévalué à deux reprises

par rapport à l'euro, de 8,5 % en mars 2007 et de 17,6472 % en mai 2008.

L'économie de la Slovaquie a enregistré une progression très soutenue ces dernières années, après une période de croissance atone, inférieure à 2 % à la fin des années quatre-vingt-dix. Le renforcement de la croissance au cours des dix dernières années a été soutenu par des réformes structurelles profondes ainsi que par les entrées significatives de capitaux étrangers qui ont suivi. La croissance du PIB en volume a culminé à plus de 10 % en 2007, puis a affiché un taux plus modéré de 6,4 % en 2008 (cf. tableau 13). Les performances économiques de la Slovaquie au cours des dernières années ont été étroitement liées à d'importantes améliorations de ses capacités de production, notamment dans le secteur industriel. La plupart des nouvelles usines, qui se concentrent dans les secteurs de l'automobile et de l'électronique, sont

Tableau 13 Principaux indicateurs économiques de la Slovaquie

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Croissance du PIB en volume	0,0	1,4	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume (en points de pourcentage)</i>										
Demande intérieure (hors stocks)	-6,7	-0,6	7,5	4,0	1,1	3,3	8,7	7,6	6,0	5,8
Exportations nettes	6,9	0,3	-5,0	0,4	5,7	-0,8	-2,2	2,2	4,6	0,0
IPCH ¹⁾	10,5	12,3	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Rémunération par tête	6,9	13,3	5,8	8,7	8,2	8,4	9,7	7,7	8,8	9,0
Coûts unitaires nominaux de main-d'œuvre (ensemble de l'économie)	4,1	9,6	2,9	3,9	4,4	2,9	4,3	1,5	0,6	5,2
Déflateur des importations (biens et services)	0,3	14,1	6,0	1,0	1,9	2,1	1,7	3,6	1,6	3,0
Solde des comptes de transactions courantes et de capital (en pourcentage du PIB)										
Emploi total	-2,5	-2,0	0,6	0,1	1,1	-0,2	1,4	2,3	2,1	2,8
Taux de chômage (en pourcentage de la population active)	16,4	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,6
Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques										
Dette brute des administrations publiques	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	28,8
Taux d'intérêt à trois mois (en pourcentage annuel) ¹⁾										
Rendement des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel) ¹⁾	15,7	8,6	7,8	7,8	6,2	4,7	2,9	4,3	4,3	4,2
Taux de change contre euro ^{1),2)}										
	44,1	42,6	43,3	42,7	41,5	40,0	38,6	37,2	33,8	31,3

Sources : BCE et Eurostat

1) Moyenne des valeurs pour la période considérée

2) Couronne slovaque par euro

tournées vers l'exportation. En ce qui concerne l'environnement extérieur, au cours de la dernière décennie, la Slovaquie a enregistré la plupart du temps d'importants déficits cumulés du compte de transactions courantes et du compte de capital. Toutefois, ces déficits ont été financés dans une large mesure par des entrées au titre des investissements directs étrangers, les flux générateurs de dette n'ayant joué qu'un rôle secondaire. Durant la première moitié de la décennie, des projets d'investissement d'envergure ont tout d'abord entraîné une certaine détérioration des soldes du compte de transactions courantes et du compte de capital, notamment en raison des importations de nouvelles technologies. Cet effet a toutefois été temporaire, dans la mesure où l'augmentation significative de la capacité d'exportation de l'industrie a contribué à réduire ces déficits. Le déficit du compte de transactions courantes et du compte de capital s'est établi, en moyenne, à 5,5 % du PIB au cours des cinq dernières années.

Au cours de la dernière décennie, les résultats de l'économie slovaque en matière d'inflation ont été relativement volatils. Les modifications des prix administrés et de la fiscalité indirecte ont fortement contribué à cette volatilité. Après une période d'inflation élevée, la hausse annuelle de l'IPCH s'est progressivement ralentie à partir de 2004, s'établissant à un point bas de 1,9 % en 2007 en dépit d'un renforcement temporaire en 2006. Ce recul a suivi l'adoption, par la Národná banka Slovenska, d'une stratégie fondée sur une cible d'inflation. La décrue de l'inflation a été favorisée par l'appréciation progressive de la couronne slovaque par rapport à l'euro. Par la suite, la hausse de l'IPCH s'est de nouveau accentuée, pour atteindre un pic à 4,5 % en septembre 2008, largement sous l'effet des évolutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires au niveau mondial. Dans le contexte de la forte baisse des cours mondiaux des matières premières, les taux d'inflation ont amorcé un nouveau recul au cours des derniers mois de 2008 et début 2009. Sur l'ensemble de 2008, la hausse de l'IPCH s'est établie à 3,9 %.

En dépit d'améliorations significatives, le marché du travail demeure caractérisé par d'importantes rigidités structurelles. Au début de cette décennie, la situation ne s'est pas améliorée sur le marché du travail malgré une croissance économique relativement soutenue. La situation a évolué en 2004, lorsque des réformes importantes de la fiscalité, des prestations sociales et du marché du travail ont été mises en œuvre ; conjuguées aux entrées significatives de capitaux étrangers qui les ont suivies, ces réformes ont contribué à la forte dynamique des créations d'emplois. Le taux de chômage s'est également inscrit en recul en raison du mouvement d'émigration de travailleurs qui a suivi l'entrée de la Slovaquie dans l'UE en mai 2004. En dépit de ces améliorations, le taux de chômage est demeuré proche de 10 %, reflétant les rigidités du marché du travail. Ces rigidités concourent, notamment, au niveau élevé du chômage à long terme, à une combinaison défavorable de qualifications chez les chômeurs et à des disparités importantes entre les marchés du travail régionaux.

Ces dernières années, la politique budgétaire est devenue plus propice à la stabilité des prix en Slovaquie. Partant de niveaux très élevés, le ratio de déficit public par rapport au PIB est revenu de 12,3 % du PIB en 2000 à 2,3 % en 2008. La procédure de déficit excessif engagée à l'encontre de la Slovaquie au moment de son entrée dans l'UE en 2004 a été abrogée en juin 2008. Le ratio de dette publique par rapport au PIB a également diminué ces dernières années, revenant de 50,3 % du PIB en 2000 à 28,8 % en 2008. Toutefois, les déficits budgétaires du pays sont élevés au regard de la vigueur de la croissance économique enregistrée ces dernières années. La Slovaquie doit faire en sorte que son déficit budgétaire demeure durablement inférieur à 3 % du PIB en mettant en œuvre des mesures d'assainissement crédibles et soutenables, qui lui permettront également d'atteindre son objectif budgétaire à moyen terme.

La politique monétaire a joué un rôle important dans la stabilisation de l'économie slovaque.

À l'automne 1998, le régime de change de la couronne slovaque a été défini comme un régime de flottement contrôlé avec l'euro comme monnaie de référence à compter de janvier 1999 et la Národná banka Slovenska a adopté une stratégie de politique monétaire fondée sur une cible d'inflation implicite. Le 1^{er} janvier 2005, la stratégie de politique monétaire de la Národná banka Slovenska a été modifiée pour devenir un « régime de ciblage de l'inflation dans les conditions du MCE II ». La couronne slovaque a rejoint le MCE II le 28 novembre 2005 et son cours pivot vis-à-vis de l'euro a été initialement fixé à SKK 38,4550, avec une marge de fluctuation standard de $\pm 15\%$. Reflétant l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques, la couronne slovaque s'est nettement appréciée et son cours pivot a été réévalué à deux reprises vis-à-vis de l'euro durant sa participation au MCE II.

Dans le cadre de la stratégie de ciblage de l'inflation en vigueur entre 2005 et 2008, la politique monétaire de la Národná banka Slovenska a été axée sur le maintien de la stabilité des prix. En conséquence, les tensions inflationnistes croissantes qui sont apparues fin 2005 ont marqué le début d'une période de resserrement de la politique monétaire. La Národná banka Slovenska a relevé son taux directeur en plusieurs étapes, de 175 points de base au total, le portant ainsi à 4,75 %

en septembre 2006. La stabilisation de l'inflation qui a suivi et l'engagement fort de la part du gouvernement nouvellement élu de respecter le calendrier initial d'adoption de l'euro ont permis de surmonter ce bref épisode d'instabilité économique. En outre, le regain de confiance dans les plans d'adoption de l'euro et la robustesse des évolutions macroéconomiques ont soutenu le taux de change de la couronne slovaque, qui a commencé à s'apprécier progressivement vis-à-vis de l'euro. En 2007, la Národná banka Slovenska a entrepris d'assouplir l'orientation de sa politique monétaire, abaissant son taux directeur en deux étapes, de 50 points de base au total, pour le ramener à 4,25 %. Dans la perspective de l'adoption de l'euro, la Národná banka Slovenska a suivi les décisions de la BCE relatives aux taux d'intérêt à partir d'octobre 2008, abaissant le taux des pensions en trois étapes, de 175 points de base au total, à 2,5 %. En Slovaquie, les taux d'intérêt du marché monétaire ont généralement suivi une évolution voisine de celle du taux directeur de la banque centrale. En raison d'un excédent de liquidité dans le secteur bancaire slovaque, les taux du marché monétaire ont été inférieurs à ceux de la zone euro au cours des derniers mois de 2008. Les rendements des emprunts publics à long terme ont diminué ces dernières années, reflétant la solidité de la confiance des marchés dans les évolutions économiques en Slovaquie.

Encadré II

LES INCIDENCES STATISTIQUES DE L'ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO À LA SLOVAQUIE

L'entrée de la Slovaquie dans la zone euro le 1^{er} janvier 2009 a nécessité pour la quatrième fois de modifier les séries statistiques de la zone euro afin d'inclure de nouveaux pays membres. L'élaboration des statistiques couvrant la zone euro élargie a été coordonnée, le cas échéant, avec la Commission européenne.

Avec l'entrée de la Slovaquie, les résidents slovaques sont devenus des résidents de la zone euro. Les agrégats monétaires, de balance des paiements et de position extérieure ainsi que les comptes financiers de la zone euro s'en trouvent affectés, dans la mesure où ces statistiques ne

résultent pas d'une simple addition des données nationales et où il faut désormais consolider les transactions entre les résidents slovaques et les autres résidents de la zone euro.

Depuis janvier 2009, la Slovaquie a donc l'obligation de respecter l'ensemble des exigences statistiques de la BCE, c'est-à-dire de fournir des données nationales totalement harmonisées et comparables¹. L'élaboration de nouvelles statistiques nécessitant un long délai, la Národná banka Slovenska ainsi que la BCE ont commencé à y travailler bien avant que la Slovaquie ne rejoigne l'UE. Après être devenue membre du SEBC, la banque centrale de Slovaquie a intensifié ses préparatifs pour satisfaire aux exigences de la BCE dans le domaine des statistiques monétaires, bancaires, de balance des paiements, de finances publiques, de comptes financiers et autres statistiques financières. De plus, elle a dû procéder aux préparatifs nécessaires en vue de l'intégration des établissements de crédit slovaques dans le système de réserves obligatoires de la BCE et se conformer aux exigences statistiques correspondantes.

En raison de l'élargissement de la zone euro, les organismes soumis à déclaration et les BCN des autres pays membres de la zone ont dû déclarer, à compter de janvier 2009, leurs transactions (ou flux) et leurs encours sur les résidents de la Slovaquie comme des statistiques ressortissant à la zone euro, et non plus comme des opérations avec des non-résidents de la zone.

En outre, la Slovaquie et les autres pays de la zone euro ont tous dû fournir des données rétrospectives présentant un degré de ventilation géographique et sectorielle suffisamment détaillé, et remontant au moins à 2004, année où la Slovaquie a rejoint l'UE.

En ce qui concerne la publication des statistiques de la zone euro, la BCE offre aux utilisateurs un accès en ligne à deux ensembles de séries chronologiques, l'un contenant des données relatives à la zone euro dans sa composition actuelle (intégrant la Slovaquie) remontant aussi loin que le permettent les données disponibles, et l'autre faisant les liens entre les différentes compositions de la zone euro, en commençant par les onze pays qui la constituaient en 1999.

1 Les exigences statistiques de la BCE sont résumées dans le document intitulé *ECB statistics: an overview*, avril 2008.

Depuis l'adoption de l'euro, la Slovaquie ne peut plus bénéficier des effets de l'appréciation de sa monnaie vis-à-vis de l'euro qui lui avait permis de contenir l'inflation. Par suite de l'adoption de la monnaie unique, les autorités doivent mener des politiques économiques ambitieuses dans tous les domaines. La poursuite de la réalisation d'une convergence économique durable doit constituer une priorité. À cet égard, il est crucial de préserver un environnement de faible inflation. En particulier, la mise en œuvre rigoureuse et crédible d'une politique budgétaire conforme aux engagements pris dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance est essentielle pour contenir les tensions inflationnistes. En dépit du récent ralentissement économique, les autorités doivent continuer d'éviter les déficits budgétaires excessifs et poursuivre dans la

voie de l'assainissement budgétaire de manière à atteindre dès que possible leur objectif budgétaire à moyen terme. De nouveaux efforts doivent être consentis en Slovaquie pour soutenir la compétitivité externe et renforcer la capacité de résistance de l'économie. Le fonctionnement du marché du travail slovaque doit être encore amélioré et des efforts doivent être menés pour réduire le niveau élevé du chômage structurel. Il est également nécessaire d'améliorer l'environnement des entreprises afin de renforcer la croissance de la productivité et de préserver l'attractivité du pays pour les investisseurs étrangers.

2 LES ASPECTS JURIDIQUES DE L'INTÉGRATION DE LA NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA DANS L'EUROSYSTÈME

Conformément à l'article 122 (2) du Traité, la BCE a examiné les statuts de la Národná banka Slovenska et d'autres aspects de la législation slovaque sous l'angle de leur conformité avec l'article 109 du Traité. La BCE a porté une appréciation favorable sur la compatibilité de la législation slovaque avec le Traité et les statuts du SEBC, ainsi qu'il est indiqué dans son *Rapport sur la convergence* publié en mai 2008.

Conjointement avec la BCE, la Národná banka Slovenska a adopté un certain nombre d'instruments juridiques visant à assurer son intégration au sein de l'Eurosystème le 1^{er} janvier 2009. Le cadre juridique de l'Eurosystème a été adapté suite à la décision prise au Conseil Ecofin, le 8 juillet 2008, d'abroger les dérogations accordées à la Slovaquie¹. L'introduction de l'euro en Slovaquie et l'intégration de la banque centrale dans l'Eurosystème ont également nécessité des modifications de certains instruments juridiques slovaques.

Fin 2007, les statuts de la Národná banka Slovenska avaient été mis en conformité avec les recommandations formulées dans les *Rapports sur la convergence* de la BCE de 2004 et 2006. La Slovaquie a consulté la BCE, le 20 juillet 2007, sur des projets de modification des statuts de la Národná banka Slovenska, et la BCE a adopté un avis proposant des modifications qui ont été intégrées dans la version définitive des statuts².

La décision du Conseil Ecofin du 8 juillet 2008 a entraîné des modifications du règlement (CE) n° 974/98 du Conseil pour permettre l'introduction de l'euro en Slovaquie³ et l'adoption du règlement (CE) n° 694/2008⁴ du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 2866/98, qui a fixé le taux de change irrévocable de l'euro contre la couronne slovaque. Le Conseil a consulté la BCE sur ces deux propositions de règlement, sur lesquelles la BCE a adopté un avis⁵. La BCE a également été consultée sur la législation nationale régissant le passage à l'euro, les systèmes de paiement et de

règlement-livraison, les règles d'arrondi et la circulation fiduciaire en Slovaquie⁶.

S'agissant de la préparation juridique à l'intégration de la Národná banka Slovenska dans l'Eurosystème, la BCE a adopté les instruments juridiques nécessaires à la libération du capital et au transfert d'avoirs de réserve de change à la BCE⁷. La BCE a également révisé son cadre juridique et introduit, le cas échéant, des modifications tenant compte de la participation de la Národná banka Slovenska à l'Eurosystème. Elle a notamment examiné la législation slovaque mettant en œuvre le cadre juridique de l'Eurosystème pour la politique monétaire et TARGET2, ce qui a permis aux contreparties slovaques de participer aux opérations d'*open market* de l'Eurosystème à partir du 2 janvier 2009. La BCE a également adopté une décision portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la BCE à la suite de l'introduction de l'euro en Slovaquie⁸. Enfin, il a été mis fin à l'accord relatif à la participation de la Národná banka Slovenska au MCE II⁹.

1 Décision 2008/608/CE du Conseil du 8 juillet 2008 conformément à l'article 122 (2) du Traité, pour l'adoption de la monnaie unique par la Slovaquie au 1^{er} janvier 2009, JO L 195 du 24.07.2008

2 CON/2007/43

3 Règlement (CE) n° 693/2008 du 8 juillet 2008 modifiant le règlement (CE) n° 974/98 concernant l'introduction de l'euro en Slovaquie, JO L 195 du 24.07.2008

4 Règlement (CE) n° 694/2008 du 8 juillet 2008 modifiant le règlement (CE) n° 2866/98 en ce qui concerne le taux de conversion à l'euro pour la Slovaquie, JO L 195 du 24.07.2008

5 CON/2008/28

6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 et CON/2008/86

7 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 24.01.2009

8 Décision BCE/2008/14 du 28 octobre 2008 portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne à la suite de l'introduction de l'euro en Slovaquie, JO L 319 du 29.11.2008

9 Accord du 8 décembre 2008 entre la BCE et les banques centrales nationales des États membres n'appartenant pas à la zone euro modifiant l'accord du 16 mars 2006 fixant entre la BCE et les banques centrales nationales des États membres n'appartenant pas à la zone euro les modalités de fixation d'un mécanisme de taux de change pendant la troisième phase de l'Union économique et monétaire, JO C 16 du 22.01.2009

3 LES ASPECTS OPÉRATIONNELS DE L'INTÉGRATION DE LA NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA DANS L'EUROSYSTÈME

À la suite de la décision du Conseil Ecofin, le 8 juillet 2008, relative à l'adoption de l'euro par la Slovaquie le 1^{er} janvier 2009, la BCE a procédé aux préparatifs techniques en vue de la pleine intégration de la Národná banka Slovenska dans l'Eurosystème. Conformément aux dispositions du Traité, la banque centrale slovaque a rejoint l'Eurosystème avec l'ensemble des droits et des obligations des BCN des États membres de l'UE qui avaient déjà adopté l'euro.

Les préparatifs techniques en vue de l'intégration de la Národná banka Slovenska dans l'Eurosystème ont couvert un large éventail de domaines, notamment l'information financière et la comptabilité, les opérations de politique monétaire, la gestion des réserves de change et les opérations de change, les systèmes de paiement, les statistiques et la production des billets. En ce qui concerne les aspects opérationnels, les préparatifs ont comporté des essais à grande échelle des instruments, des procédures et des systèmes techniques relatifs à la mise en œuvre des opérations de politique monétaire et de change.

3.1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Par suite de l'introduction de l'euro par la Slovaquie le 1^{er} janvier 2009, vingt-six établissements de crédit slovaques, dont la liste a été publiée sur le site internet de la BCE, ont été assujettis au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème à compter de cette date. L'entrée de la Slovaquie dans la zone euro n'a que légèrement modifié les conditions de la liquidité dans l'Eurosystème. Le montant global des réserves obligatoires à constituer par les établissements de crédit de la zone euro s'est accru de moins de 0,5 % (740 millions d'euros). Les facteurs autonomes nets de la liquidité en Slovaquie sur la période comprise entre le 1^{er} et le 20 janvier 2009 ont représenté un apport de liquidité, qui a réduit le besoin de refinancement de l'ensemble du secteur bancaire de la zone euro de 7,21 milliards d'euros en

moyenne. Cet effet d'apport de liquidité a été constaté alors même que les opérations de retrait de liquidité effectuées par la Národná banka Slovenska avant son entrée dans la zone euro, arrivées à échéance entre le 6 et le 13 janvier 2009, ont également été traitées comme des facteurs autonomes, à l'instar des certificats de dette émis par la banque centrale et arrivés à échéance le 20 janvier. En tenant compte de l'ensemble de ces facteurs, l'entrée de la Slovaquie dans la zone euro a réduit le besoin global de refinancement du système bancaire de la zone euro de 11 milliards d'euros, soit 1 % environ de ce besoin global.

Étant donné l'excédent de liquidité, les contreparties de la Slovaquie n'ont présenté que des montants de soumissions relativement faibles aux opérations d'*open market* conduites début 2009, soit 1 million d'euros pour l'opération principale de refinancement réglée le 14 janvier et 15 millions tant pour l'opération de refinancement à plus long terme assortie d'une échéance de trois mois que pour celle à échéance de six mois qui ont été réglées le 8 janvier.

En rejoignant la zone euro, la Národná banka Slovenska a également adopté le dispositif de garanties de l'Eurosystème et a déclaré un montant de 17,6 milliards d'euros d'actifs slovaques éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème à partir du 1^{er} janvier 2009.

3.2 LA CONTRIBUTION AU CAPITAL, AUX RÉSERVES ET AUX AVOIRS DE RÉSERVE DE CHANGE DE LA BCE

Lors de son adhésion au SEBC le 1^{er} mai 2004, la Národná banka Slovenska a libéré 7 % de sa part du capital souscrit à titre de participation aux coûts de fonctionnement de la BCE. Conformément à l'article 49.1 des statuts du SEBC et aux actes juridiques adoptés par le Conseil des gouverneurs le 31 décembre 2008, la Národná banka Slovenska a libéré le reliquat de sa contribution le 1^{er} janvier 2009. Le montant total de sa part du capital souscrit

s'élève à 39,9 millions d'euros, soit 0,6934 % du capital souscrit de la BCE, qui se monte à 5 761 milliards au 1^{er} janvier 2009.

Début 2009, conformément aux articles 30 et 49.1 des statuts du SEBC, la Národná banka Slovenska a transféré à la BCE des avoirs de réserve de change pour un montant équivalent à 443,1 millions d'euros (dont 85 % sous forme d'avoirs libellés en dollars des États-Unis et 15 % en or), calculé sur la base de sa part dans le capital souscrit de la BCE. La Národná banka Slovenska a choisi de conduire séparément les activités opérationnelles liées à la gestion de sa part des avoirs de réserve de la BCE libellés en dollars américains au moyen d'un portefeuille de gestion distinct. À la suite du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE, la Národná banka Slovenska a reçu de la BCE une créance libellée en euros conformément à l'article 30.3 des statuts du SEBC.

4 LE PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE EN SLOVAQUIE

LES MODALITÉS DU PASSAGE À L'EURO

Le 1^{er} janvier 2009, la Slovaquie a adopté l'euro comme monnaie officielle. À l'issue d'une période de double circulation de deux semaines, l'euro avait totalement remplacé la couronne slovaque.

Afin de permettre le bon déroulement de l'introduction des pièces et billets en euros, tous les intervenants de marché concernés, le secteur bancaire en particulier, ont été impliqués dans les préparatifs du passage à l'euro fiduciaire. Dans le cadre du plan national défini à cet effet, un calendrier a été défini pour l'ensemble des entreprises et pour le grand public, longtemps avant le jour de l'introduction. S'appuyant sur les enseignements tirés du passage à l'euro en Slovénie en 2007 puis à Chypre et à Malte en 2008, le Conseil des gouverneurs a adopté une nouvelle orientation de la BCE, relative à certains préparatifs en vue du basculement à l'euro fiduciaire et à la préalimentation et la sous-préalimentation des billets et pièces en euros hors de la zone euro¹⁰. Cette orientation prévoit par exemple la possibilité d'une distribution préalable d'espèces en euros aux microentreprises selon des procédures très simples qui s'ajoutent à la procédure normale mise en œuvre lors des basculements antérieurs. Chaque BCN rejoignant l'Eurosystème est libre d'utiliser les règles simplifiées concernant la sous-préalimentation qui figurent dans l'orientation.

À la suite de la décision du Conseil Ecofin, le 8 juillet 2008, relative à l'adoption de l'euro en Slovaquie le 1^{er} janvier 2009, la Národná banka Slovenska a été habilitée à emprunter des billets auprès de l'Eurosystème en prévision du passage à l'euro fiduciaire afin de pourvoir ses besoins en billets pour 2009. Pour des raisons géographiques et logistiques, la livraison des coupures nécessaires, soit 192,6 millions de billets pour une contre-valeur de 8,3 milliards d'euros, a été assurée pour le compte de l'Eurosystème par la Oesterreichische Nationalbank.

L'approvisionnement initial en pièces a été assuré par la Monnaie slovaque de Kremnica, qui a frappé 499 millions de pièces en euros pour une contre-valeur de 165,22 millions d'euros.

La préalimentation des institutions financières a débuté en septembre 2008 pour les pièces en euros et en octobre pour les billets. La sous-préalimentation des entreprises a commencé en novembre 2008. La Národná banka Slovenska, les banques et les bureaux de poste ont également mis à la disposition du grand public à partir du 1^{er} décembre 2008 des sachets premiers euros (contenant chacun des pièces d'une valeur nominale totale de 16,60 euros). Ces sachets ont permis de régler les montants exacts chez les commerçants, ce qui a réduit la quantité de petite monnaie nécessaire immédiatement après la date du passage à l'euro.

Les opérations de préalimentation et de sous-préalimentation ont permis d'étaler la livraison des pièces et billets en euros sur la durée et d'éviter ainsi tout problème d'approvisionnement. Les montants préalimentés ont été utilisés en grande partie pour adapter rapidement les distributeurs automatiques de billets (DAB) à l'euro. Presque tous les DAB distribuaient des billets en euros dès le 1^{er} janvier 2009.

En liaison avec l'introduction de l'euro en Slovaquie, les BCN de la zone euro ont échangé au pair les billets libellés en couronnes slovaques dès le premier jour ouvré de 2009 et ont continué d'offrir ce service à titre gratuit jusqu'au 28 février 2009¹¹. Le montant échangé a été

¹⁰ Orientation modifiant l'orientation BCE/2006/9 relative à certains préparatifs en vue du basculement à l'euro fiduciaire et concernant la préalimentation et la sous-préalimentation des billets et pièces en euros hors de la zone euro (BCE 2008/04).

¹¹ L'article 52 des statuts du SEBC dispose que le Conseil des gouverneurs de la BCE doit prendre les mesures nécessaires pour garantir que les billets libellés en monnaies dont les taux de change contre l'euro ont été irrévocablement fixés soient échangés au pair par les BCN de la zone euro. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a adopté le 24 juillet 2006 une orientation relative à l'échange de ces billets.

limité à 1 000 euros par client et par transaction sur la journée. La Národná banka Slovenska continuera d'assurer le remboursement des billets libellés en couronnes slovaques pendant une durée illimitée et celui des pièces jusqu'à fin 2013.

LA CAMPAGNE D'INFORMATION SUR L'INTRODUCTION DE L'EURO

La BCE a travaillé en étroite collaboration avec la Národná banka Slovenska pour mettre en place une large campagne d'information en vue de préparer l'introduction de l'euro en Slovaquie le 1^{er} janvier 2009.

Le logo « € OUR money » utilisé avec succès par l'Eurosystème depuis la campagne d'information sur l'euro en 2002 a été repris par la Národná banka Slovenska dans ses activités de communication liées à l'introduction de l'euro en Slovaquie.

La campagne d'information organisée par la BCE et la Národná banka Slovenska visait à familiariser les professionnels manipulant des espèces et le grand public avec l'aspect visuel et les signes de sécurité des billets et des pièces en euros, ainsi qu'avec les modalités du passage à l'euro fiduciaire.

Les différentes actions de communication mises en œuvre au cours de la campagne ont tenu compte des enseignements tirés des précédents passages à l'euro. Elles ont comporté la diffusion de dix-sept publications différentes, dont des supports de formation pour les professionnels manipulant des espèces. Au cours du quatrième trimestre 2008, la Národná banka Slovenska a distribué plus de 7 millions d'exemplaires de ces publications, parmi lesquelles un dépliant d'information destiné au public, des cartes de conversion en euros (*euro conversion card*) et d'autres publications en quatre langues. En décembre 2008, chaque ménage slovaque a reçu un exemplaire du dépliant d'information ainsi que deux cartes de conversion en euros. Ces cartes permettent de voir deux images, alternativement, en fonction de l'inclinaison. Au recto de la carte figuraient vingt-huit prix

de référence indiqués en euros et en couronnes slovaques, et au verso étaient représentés les principaux signes de sécurité du billet de 20 euros.

Plusieurs rencontres de presse et actions de relations publiques ont été organisées, parmi lesquelles un séminaire de la BCE destiné aux médias le 4 septembre 2008, une exposition sur les billets et les pièces en euros inaugurée le 21 septembre 2008 à la Národná banka Slovenska, une conférence sur l'euro à Bratislava le 22 septembre 2008 et des célébrations officielles le 8 janvier 2009.

La BCE a cofinancé la plus grande bannière jamais confectionnée en Slovaquie, qui a été déployée sur la façade du siège de la Národná banka Slovenska à Bratislava, tandis que des reproductions de taille réduite ont été accrochées aux façades de toutes les succursales de la banque centrale. Plus de cent partenaires, principalement les banques et les autorités publiques, ont eu accès aux publications pertinentes de la BCE en version imprimée de haute qualité, qu'ils ont pu adapter et utiliser pour leurs propres activités de communication.

Après concertation avec les associations d'aide aux aveugles, la BCE a développé une « carte parlante » destinée aux malvoyants comportant un enregistrement au format MP3 fournissant des informations générales sur les caractéristiques des billets et pièces en euros.



Willem F. Duisenberg reçoit le Prix Charlemagne attribué à l'euro à Aix-la-Chapelle, le 9 mai 2002

CHAPITRE 4

LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES

I LA STABILITÉ FINANCIÈRE

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

I.1 LE SUIVI DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

La BCE, en collaboration avec le Comité de la surveillance bancaire (*Banking Supervision Committee* – BSC) du SEBC, 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 de capitaux et des autres institutions financières et leurs interactions avec les banques impliquent également le suivi par le SEBC des vulnérabilités de ces composantes du système financier.

LES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

En 2008, les tensions subies par le système financier de la zone euro, déclenchées en 2007 par les pertes des institutions financières au niveau mondial sur les titres adossés aux prêts immobiliers *subprime* américains, se sont encore intensifiées. À mesure que l'année avançait, les banques de la zone euro ont enregistré de nouvelles dépréciations d'actifs, une progression des prêts douteux et des coûts du crédit plus élevés, ainsi qu'une diminution importante de leurs revenus liés aux activités de marché. Les principales évolutions et les enseignements qui peuvent être tirés de cet épisode sont traités dans une autre partie de ce rapport (cf. la section 2 du chapitre 1) ainsi que dans un certain nombre d'autres publications de la BCE, notamment la *Financial Stability Review*.

Avec la montée de l'incertitude concernant l'évolution de l'activité économique mondiale, les risques étant orientés de plus en plus à la hausse, l'aversion au risque des intervenants sur les marchés de capitaux a augmenté et a entraîné une baisse des prix de la plupart des actifs financiers. La liquidité et les conditions de financement du marché du crédit se sont fortement détériorées au cours de l'année et les marchés de la titrisation sont devenus pratiquement inactifs. Les tensions persistantes sur la liquidité ont fini par céder la place à des préoccupations plus sérieuses quant à la solvabilité et à l'adéquation des fonds propres des institutions financières. Dans ce contexte, les investisseurs et les créanciers ont commencé à perdre confiance dans la capacité de certaines sociétés financières à respecter leurs engagements. De nombreux établissements de premier plan ont ainsi rencontré des difficultés croissantes pour accéder au financement à court terme et aux marchés de capitaux. Quelques-unes des plus importantes institutions financières mondiales ont subi à la fois des baisses de notation et des reculs sensibles du cours de leurs actions. Ces évolutions ont finalement contraint plusieurs institutions financières internationales et de la zone euro à se consolider ou à chercher un soutien supplémentaire auprès des actionnaires ou des autorités publiques. Toutefois, un certain nombre d'institutions internationales n'ont pas été en mesure d'éviter la faillite.

Les banques de la zone euro ont tout d'abord affronté les turbulences financières avec un niveau de solvabilité généralement très supérieur aux exigences réglementaires minimales, grâce à plusieurs années de forte rentabilité.

¹ Depuis fin 2004, la BCE publie la *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière), rapport semestriel sur la stabilité du système financier de la zone euro. En 2008, elle a également publié la septième édition de son rapport intitulé *EU banking structures* (Structures bancaires de l'UE), ainsi que des rapports *ad hoc* intitulés *Commercial property markets*, *The incentive structure of the « originate and distribute » model*, *Covered bonds in the EU financial system* et *EU banks liquidity stress testing and contingency funding plans*. 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.

Même si certains grands établissements ont fortement souffert de dépréciations d'actifs sur les instruments de crédit structurés et des tensions qui s'exerçaient depuis plus d'un an sur les marchés, elles ont semblé globalement bien résister aux perturbations jusqu'à ce que la situation se détériore considérablement en septembre 2008.

La rentabilité financière des banques de la zone euro a généralement diminué au premier semestre 2008 et a été pénalisée par des pertes en valeur de marché. Par ailleurs, les provisions pour dépréciation exceptionnelle de prêts et de titres ont fortement augmenté, tandis que les revenus liés aux commissions et à l'activité de marché ont diminué, en raison de la situation difficile sur les marchés de capitaux. Malgré la baisse de la rentabilité, les ratios de fonds propres réglementaires ont progressé au premier semestre 2008. Cette amélioration traduit le désendettement discrétionnaire opéré par certaines banques sur les actifs pondérés des risques, la levée généralisée de capitaux malgré une conjoncture difficile et, dans une certaine mesure, l'incidence à la fois de la mise en œuvre du dispositif Bâle II et des filtres prudentiels.

Il semble peu probable que la rentabilité revienne prochainement à ses niveaux antérieurs aux turbulences financières. De nouvelles baisses importantes de la valeur d'autres produits financiers structurés (dont celle des titres américains adossés à des actifs liés à la consommation et des titres adossés à des créances hypothécaires de la zone euro) ne peuvent être exclues. Le ralentissement des taux de croissance des crédits accordés aux entreprises et aux ménages, la quasi-disparition de l'activité de titrisation et la baisse des revenus liés aux commissions et à l'activité de marché devraient compromettre les performances financières des banques en 2009. Les banques ont réagi en durcissant leurs critères d'octroi des prêts et en réduisant leurs coûts. Dans ce contexte, l'Eurosystème et les gouvernements de la zone euro ont adopté des mesures importantes afin de renforcer la liquidité du marché, la confiance et les volants de fonds propres.

Les performances financières des grandes sociétés d'assurance de la zone euro se sont détériorées au premier semestre 2008, la plupart observant des réductions des primes d'assurance par rapport à la même période de 2007. Cette évolution s'explique essentiellement par la baisse de la demande de produits d'assurance-vie qui a suivi les turbulences sur les marchés d'actions et du crédit. Les turbulences financières et leurs effets en chaîne sur l'économie réelle poseront de nouveaux problèmes à de nombreuses sociétés d'assurance. En outre, les sociétés d'assurance proposant des services bancaires ou faisant partie d'un conglomérat financier continuent à être affectées par les difficultés du secteur bancaire.

Au niveau mondial, les *hedge funds* ont affiché, à fin septembre 2008, des rendements fortement négatifs pour la quasi-totalité de leurs stratégies d'investissement. Des retournements de tendance soudains des prix des actifs, des désendettements et des appels de marge forcés, des interdictions subites de ventes à découvert imposées par les autorités publiques et des rachats de parts demandés par les investisseurs ont contribué à la faiblesse de ces performances. S'il est avéré que le secteur des *hedge funds* s'est considérablement désendetté depuis le début des turbulences, réduisant ainsi sa vulnérabilité face à de nouveaux appels de marge ou à des réductions inattendues des lignes de crédit bancaire, il semble que sa vulnérabilité au risque de rachats de parts effectués par les investisseurs ait augmenté en 2008, ces décisions étant généralement sensibles aux performances des *hedge funds*. À l'avenir, si les *hedge funds* ont des difficultés croissantes à retenir leurs investisseurs, l'éventualité de nouvelles cessions importantes d'actifs par ce secteur pourrait représenter une menace non négligeable pour la stabilité des marchés de capitaux.

LES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES

Les principales tendances structurelles du système bancaire de l'UE sont conformes à celles qui ont été observées au cours des années

précédentes². Le processus de consolidation s'est poursuivi, tout en affichant les signes d'un léger ralentissement. Les tendances ont été variables dans les quinze plus anciens États membres de l'UE, tandis que le nombre des établissements de crédit dans les pays qui ont rejoint l'UE depuis 2004 est resté globalement stable, à l'exception notable de Chypre en raison de la consolidation en cours de son secteur bancaire coopératif. Dans l'ensemble, le nombre des établissements de crédit de l'UE a diminué de 166 unités en 2007 (baissant de 8 514 à 8 348), après une baisse de 175 unités au cours de l'année précédente.

Parallèlement, le paysage bancaire de l'UE a continué à être dominé par les établissements de crédit nationaux (avec une part de marché de 71,3 %), le reste étant également réparti entre les succursales et les filiales des institutions étrangères. Il convient de souligner, toutefois, qu'il existe des différences importantes entre les pays, les États membres les plus récents se caractérisant par la prédominance des entités étrangères, notamment de celles dont la société mère se situe dans l'un des pays plus anciens de l'UE. Fait intéressant, contrairement à la situation observée en 2006, les succursales des établissements étrangers au sein de l'UE ont vu leur part de marché du total des actifs progresser. Cette évolution se vérifie tout particulièrement dans les pays qui ont rejoint l'UE depuis 2004, où la part de marché des succursales étrangères a augmenté d'un point de pourcentage environ, tandis que celle des filiales étrangères a enregistré une baisse de quelque quatre points de pourcentage.

En ce qui concerne l'activité de fusions et acquisitions, le nombre total des opérations a diminué en 2007. Toutefois, le nombre des acquisitions par les établissements de crédit de l'UE de banques situées dans des pays tiers a fortement augmenté, dépassant celui des opérations domestiques des trois précédentes années. En hausse depuis 2003, la valeur des opérations de fusions et acquisitions a dépassé, en 2007, pour la deuxième année consécutive, le record enregistré en 2000. Le degré de

concentration a augmenté, traduisant, d'une part, la poursuite du processus de consolidation du marché et, d'autre part, la croissance dynamique de certains groupes bancaires, due en partie à leur activité de fusions et acquisitions. Il convient de noter que les petits pays ont généralement des secteurs bancaires plus concentrés, à l'exception notable de l'Autriche, caractérisée par l'importance des secteurs des caisses d'épargne et des banques coopératives, et du Luxembourg, qui accueille un grand nombre d'établissements de crédit étrangers.

Enfin, l'intermédiation bancaire s'est renforcée, comme le montre le fait que le total des actifs des établissements de crédit a progressé à un rythme plus rapide que celle du PIB. Toutefois, la croissance du total des actifs (10,7 %) au niveau de l'UE en 2007 s'est ralentie par rapport aux années précédentes (13,7 % et 11,9 %, respectivement, en 2005 et 2006)³. Ce chiffre agrégé masque cependant des fluctuations importantes : les États membres les plus récents ont enregistré une croissance supérieure à la moyenne, de près de 25 % en termes nominaux, tandis que le Royaume-Uni, dont le secteur financier représente environ un quart des actifs du secteur bancaire de l'UE, a fait état d'une croissance de 2,3 % seulement du total des actifs. Compte tenu des évolutions structurelles du système financier et du repli des OPCVM et des *hedge funds*, les banques commerciales traditionnelles seront appelées à occuper une place plus centrale dans l'intermédiation du crédit.

2 Les données qui figurent dans cette section sont extraites du rapport de la BCE intitulé *EU banking structures* (Structures bancaires de l'UE), qui contient des données allant jusqu'en 2007 seulement.

3 Il convient de noter que cette analyse s'appuie sur les données d'encours figurant au bilan. La disponibilité de données de flux relatives aux actifs titrisés (placés auprès d'investisseurs publics et privés) permettrait d'améliorer l'analyse des tendances du total des actifs. Le manque de données concernant les actifs titrisés a moins d'incidence sur l'analyse effectuée pour les pays qui ont rejoint l'UE depuis 2004, où la titrisation des actifs est moins développée. Par ailleurs, comme les chiffres ne sont pas ajustés du taux de change pour les pays ne faisant pas partie de la zone euro, les évolutions peuvent être en partie influencées par les variations du taux de change entre les monnaies locales et l'euro.

1.2 LES DISPOSITIFS DE STABILITÉ FINANCIÈRE

Des initiatives ont été prises à la fois au plan international et au sein de l'UE pour remédier aux faiblesses du dispositif global de stabilité financière que les turbulences financières ont révélées.

En avril 2008, le Forum de Stabilité Financière (FSF) a formulé des recommandations pour renforcer la résilience des marchés et des institutions financières. Dans ce contexte, les autorités sont invitées à clarifier et à renforcer les dispositifs nationaux et transfrontières en vue de traiter le problème des banques vulnérables, et à analyser et, si nécessaire, à renforcer les dispositifs de garantie des dépôts. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) a effectué une analyse des pratiques nationales en termes de dispositifs de résolution des crises bancaires et de gestion des crises transfrontières. Le FSF met au point, en parallèle, un ensemble de grands principes essentiels pour la gestion des crises financières.

En mai 2008, le Conseil Ecofin a actualisé la feuille de route de l'UE pour le renforcement des dispositifs en matière de stabilité financière, adoptée en octobre 2007. Conformément à cette feuille de route, le protocole d'accord sur la stabilité financière transfrontière conclu par les autorités de contrôle, les ministères des Finances et les banques centrales de l'UE est entré en vigueur le 1^{er} juin 2008⁴. Le BSC, par le biais d'un groupe de travail *ad hoc*, a assisté les autorités compétentes dans la mise en œuvre de ce protocole, en s'attachant à utiliser le cadre analytique commun permettant d'évaluer les implications systémiques d'une crise financière. Par ailleurs, le BSC a examiné les fonctions essentielles de gestion de crise actuellement en place dans les États membres, apportant sa contribution aux initiatives visant à analyser les outils à la disposition des autorités.

En octobre 2008, les États membres de l'UE ont pris un certain nombre d'initiatives afin que les mesures nationales de stabilisation, destinées à surmonter les turbulences financières, ne créent

pas d'effets de propagation négatifs et que l'égalité de traitement soit maintenue entre les pays.

En premier lieu, le Conseil Ecofin a décidé, le 7 octobre, de relever à 50 000 euros, dans l'ensemble de l'UE, le seuil minimum de garantie des dépôts des particuliers pendant au moins un an. La Commission a par conséquent adopté le 15 octobre 2008 une proposition de modification de la directive sur les systèmes de garantie des dépôts. Cette directive, comportant les modifications approuvées par le Parlement européen et le Conseil de l'UE, devrait être publiée au Journal Officiel vers le mois de mars 2009. Elle relèvera notamment le niveau de garantie obligatoire des dépôts des particuliers à 50 000 euros en juin 2009, puis à 100 000 euros à fin 2010, à moins que la Commission n'estime cette hausse inadaptée.

En second lieu, un ensemble de « principes communs de l'UE » a été défini et complété par des orientations plus précises qui ont été adoptées lors du sommet des pays de la zone euro à Paris le 12 octobre et ont été ensuite approuvées par les vingt-sept États membres lors de la réunion du Conseil européen des 15 et 16 octobre. Ces principes ont déterminé, notamment, les caractéristiques communes des interventions des États membres, dont les garanties appliquées au financement et à la recapitalisation des banques.

S'agissant des mesures visant à soutenir les « banques solvables soumises à des contraintes de liquidité », il a été convenu que des garanties publiques pourraient être fournies aux nouvelles émissions de dettes senior à moyen terme des banques (pour des maturités allant jusqu'à cinq ans). Les critères permettant de déterminer les institutions financières éligibles pour participer à ce dispositif de garanties doivent être non discriminatoires et inclure les filiales des institutions étrangères ayant une activité.

4 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>

Ce mécanisme doit également être plafonné et prendre fin le 31 décembre 2009. Élément important, la déclaration de Paris précise que les gouvernements doivent « agir en coopération avec la Banque centrale européenne pour assurer la cohérence de la gestion de la liquidité dans l'Eurosystème et la compatibilité avec le cadre opérationnel de l'Eurosystème ».

En ce qui concerne les mesures de recapitalisation, les États membres ont décidé de mettre des fonds propres de base à la disposition des institutions financières concernées, par exemple par l'acquisition d'actions de préférence. Même si les gouvernements se sont engagés à leur fournir, si nécessaire, ce capital en volume suffisant, ils favoriseront en général la recherche de capitaux privés.

Lors de sa réunion des 15 et 16 octobre, le Conseil européen a souligné l'importance des mécanismes de coopération et a annoncé la mise en place d'une « cellule de crise financière ». Cette cellule, à laquelle participe le président de la BCE, vise à améliorer la gestion des crises entre les États membres de l'UE grâce à des mesures comprenant des alertes informelles, des échanges d'informations et un mécanisme d'évaluation. Le Conseil européen a également souligné qu'il était important que les superviseurs nationaux se réunissent régulièrement.

Enfin, lors de sa réunion du 2 décembre 2008, le Conseil Ecofin a particulièrement mis l'accent sur la nécessité d'établir sans délai, en vue de soutenir le secteur bancaire, des dispositifs nationaux en matière de garanties et, notamment, de plans de recapitalisation. La Commission européenne a été sollicitée afin de travailler en étroite collaboration avec la BCE sur ces questions.

En vue de renforcer la stabilité du système financier et de maintenir l'égalité des conditions de concurrence, l'Eurosystème a formulé des recommandations relatives aux garanties publiques sur la dette bancaire et à la valorisation des instruments de recapitalisation des banques. En décembre 2008, la Commission européenne

a adopté une communication sur la recapitalisation des établissements financiers, qui reflétait également les recommandations de la BCE en ce domaine⁵.

En février 2009, le Conseil Ecofin a décidé que, pour préserver la stabilité du secteur bancaire, des mesures de gestion des actifs toxiques pourraient, dans des cas particuliers, compléter les garanties publiques sur la dette bancaire et les recapitalisations. Ces mesures doivent rester compatibles avec les principes énoncés en octobre 2008, notamment : a) préserver la stabilité financière et restaurer l'offre de crédits et de prêts à l'économie ; b) garantir des conditions de concurrence équitables au sein du marché unique ; et c) limiter l'incidence sur les finances publiques. La Commission, en coopération avec la BCE, a fourni à cet égard des lignes directrices au niveau de l'UE.

⁵ Cette communication a été publiée en janvier 2009 (JO C 10 du 15.01.2009).

2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES

2.1 QUESTIONS GÉNÉRALES

Après l'adoption des conclusions du réexamen du cadre Lamfalussy⁶ relatif à la réglementation et à la supervision financières, mené par la Commission européenne avec la contribution de l'Eurosystème, l'accent a été mis en 2008 sur la mise en œuvre des recommandations adoptées par le Conseil Ecofin en décembre 2007.

Premièrement, les comités de Niveau 3⁷ ont modifié leurs statuts de manière à introduire la possibilité de recourir au vote à la majorité qualifiée. Bien que les décisions de ces comités soient juridiquement non contraignantes pour leurs membres, ceux qui ne s'y conformeront pas devront au moins motiver publiquement leur position.

Deuxièmement, les comités de Niveau 3 ont renforcé leur responsabilité en commençant à transmettre leurs programmes de travail annuels à la Commission européenne, au Conseil de l'UE ainsi qu'au Parlement européen afin qu'ils puissent se prononcer sur les principales priorités et formuler des avis sur la convergence et la coopération en matière de surveillance.

Troisièmement, les États membres ont été invités à introduire une dimension européenne dans les mandats de leurs autorités nationales de surveillance. La BCE a participé aux débats au sein des différents comités européens sur les modalités de mise en œuvre des recommandations du Conseil Ecofin. Le 14 mai 2008, celui-ci a invité la Commission à revoir les décisions instituant les comités de Niveau 3 afin d'y intégrer des missions spécifiques visant à renforcer la convergence et la coopération en matière de surveillance. Le 7 novembre 2008, l'Eurosystème a adopté un avis sur une nouvelle décision concernant le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB). La BCE a notamment fait des observations sur la répartition appropriée des tâches entre le CECB et le Comité de la surveillance bancaire (BSC) en matière d'évaluation des risques au sein du secteur bancaire de l'UE. Si le BSC,

conformément au mandat qui lui a été confié, se consacre à l'identification des principaux risques prudentiels pesant sur le système financier et sur le secteur bancaire, le CECB s'attache essentiellement à l'identification proactive des risques spécifiques, des préoccupations en matière de surveillance et des mesures envisageables.

Outre le renforcement du cadre Lamfalussy, les autorités ont pris un certain nombre d'initiatives concrètes tant à l'échelle européenne qu'internationale afin de prendre en compte les préoccupations systémiques et d'évaluer les éventuels effets à long terme des propositions liées à la révision du cadre actuel de la réglementation et de la surveillance. Au niveau international, le FSF a entrepris d'analyser les défis que posent aux superviseurs et aux régulateurs les éventuels effets procycliques du régime d'adéquation des fonds propres, les pratiques de provisionnement pour créances irrécouvrables, les dispositifs de rémunération et les méthodes de valorisation utilisées par les institutions financières.

Au niveau de l'UE, le président de la Commission européenne a mis en place, en octobre 2008, un groupe indépendant de haut niveau sur la surveillance financière dans l'UE, qui a formulé, en février 2009, des recommandations⁸ sur le renforcement des dispositifs européens de surveillance couvrant tous les secteurs financiers. La réunion informelle du Conseil Ecofin, les 12 et 13 septembre 2008, a constitué un groupe de travail, dans lequel la BCE est

6 L'approche Lamfalussy est un processus à quatre niveaux pour l'approbation de la législation dans les domaines des valeurs mobilières, des activités bancaires et des assurances. Pour plus de détails, cf. le rapport intitulé *Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières* du 15 février 2001, disponible sur le site internet de la Commission européenne. Cf. également le *Rapport annuel 2003* de la BCE.

7 Le Niveau 3 du cadre Lamfalussy s'attache au renforcement de la convergence et de la coopération en matière de surveillance. Trois comités réalisent ces travaux : le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB), le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) et le Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAP).

8 http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf

représentée, qui a pour mission d'évaluer les différentes mesures susceptibles de contribuer à réduire la volatilité cyclique inhérente aux activités du système financier. En outre, la BCE a été invitée à produire un rapport régulier sur la procyclicité potentielle des exigences en fonds propres contenues dans la directive sur l'adéquation des fonds propres. À cet effet, elle collabore étroitement avec le BSC et le CECB. Fin 2008, un rapport préliminaire a été publié, qui se fonde sur des informations qualitatives émanant des autorités compétentes, en attendant qu'une série de données prudentielles soit disponible.

2.2 LE SECTEUR BANCAIRE

LA DIRECTIVE SUR L'ADÉQUATION DES FONDS PROPRES

La directive sur l'adéquation des fonds propres (CRD) vise à préserver la solidité financière des banques et des entreprises d'investissement en faisant correspondre étroitement les exigences en fonds propres réglementaires aux risques sous-jacents qui pèsent sur ces institutions. En octobre 2008, la Commission européenne a adopté une proposition visant à modifier certaines dispositions de la directive CRD pour prendre en compte, notamment, les enseignements de la crise financière. Ainsi, les expositions importantes des banques vis-à-vis d'une seule contrepartie seront limitées, ce qui aura également une incidence sur le marché interbancaire. En outre, les critères d'éligibilité des instruments de capital hybride seront clairement définis à l'échelle de l'UE afin d'améliorer la qualité des fonds propres des banques. Dans le domaine de la gestion des risques, les révisions concernent la gestion du risque de liquidité et le traitement des produits titrisés. Dans le premier cas, un certain nombre de dispositions ont été introduites, conformément aux travaux menés actuellement par le CBCB et le CECB. Dans le second cas, les dispositions visent à accroître la transparence, à renforcer les procédures de gestion des risques, tant des émetteurs que des investisseurs, et à mieux

aligner leurs incitations tout au long du processus de titrisation. Enfin, la proposition de la Commission prévoit la mise en place de « collèges de superviseurs » pour toutes les banques transfrontières ainsi que la clarification du rôle des autorités compétentes en vue de renforcer la surveillance des groupes bancaires transfrontières. La BCE a été consultée sur le projet de proposition de la Commission. Dans sa contribution, la BCE a bénéficié des travaux menés par le BSC dans le cadre de deux rapports publiés au quatrième trimestre 2008.

En novembre, le BSC a publié un rapport sur les simulations de crise de liquidité et les plans de financement d'urgence des banques de l'UE. Le rapport décrit en détail les techniques et dispositifs correspondants, qui présentent des différences considérables d'une banque à l'autre. Il analyse également la capacité de ces outils à absorber les chocs de liquidité, en particulier lors des turbulences sur les marchés de capitaux, et parvient à la conclusion que des améliorations doivent encore être apportées dans les deux domaines.

En décembre, le BSC a publié un rapport sur le modèle bancaire « octroi puis cession du crédit » (*originate and distribute*), qui examine l'évolution de ce modèle à la fois durant la période où il a connu une popularité croissante et dans le contexte des turbulences sur les marchés de capitaux. Le rapport présente la structure d'incitation et les conflits d'intérêts existant entre les différents acteurs du modèle. Il propose un certain nombre de solutions de marché et de mesures susceptibles de contribuer dans une large mesure à atténuer les effets de ces conflits.

LES NORMES COMPTABLES

Les turbulences observées sur les marchés de capitaux ont confirmé l'importance des normes comptables du point de vue de la stabilité financière. En particulier, les questions liées à une transparence renforcée sur l'exposition aux produits financiers structurés, au traitement des véhicules hors

bilan et à la comptabilisation en juste valeur lorsque les marchés deviennent inactifs ou illiquides ont été identifiées dans la feuille de route du Conseil Ecofin et par le FSF comme nécessitant une grande attention.

En réponse à une demande du FSF, le Conseil des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Board* – IASB) a créé un groupe d'experts-conseils, auquel la BCE participe, qui a émis des orientations concernant le recours à la comptabilisation en juste valeur lorsque les marchés sont devenus inactifs fin octobre 2008.

Une autre question a trait à la nécessité de garantir une égalité de traitement à l'échelle mondiale, en particulier de part et d'autre de l'Atlantique, s'agissant des normes comptables. À cet égard, l'IASB a adopté des décisions visant à assurer la cohérence entre les normes internationales d'information financière (*International Financial Reporting Standards* – IFRS) et les principes comptables généralement reconnus des États-Unis (*Generally Accepted Accounting Principles* – GAAP) concernant le reclassement des instruments entre les différents comptes. En outre, l'IASB a mis en place un groupe consultatif de haut niveau chargé de veiller à ce que les questions d'information financière liées à la crise économique mondiale soient examinées de façon coordonnée à l'échelle internationale. Par ailleurs, la Commission européenne a recensé les principaux points de divergence entre les normes IFRS et les principes GAAP et invité les instances de normalisation comptable à les traiter en priorité. À la suite des avis favorables du Conseil Ecofin, du Parlement européen et du Comité européen des valeurs mobilières, la Commission européenne a décidé, le 12 décembre 2008, que les principes comptables généralement reconnus des États-Unis, du Japon, de la Chine, du Canada, de la Corée du Sud et de l'Inde seraient considérés comme équivalents aux IFRS à compter de janvier 2009. La Commission a également annoncé qu'elle continuerait à examiner la situation et qu'elle présenterait ses conclusions en 2011 au plus

tard pour les quatre derniers pays. La BCE suit attentivement ces évolutions.

2.3 LES VALEURS MOBILIÈRES

Depuis le début des turbulences sur les marchés de capitaux, les agences de notation ont été largement critiquées pour les notations qu'elles avaient initialement attribuées aux produits financiers structurés, perçues comme ne reflétant pas intégralement les risques inhérents à ces titres. Dans son rapport du 7 avril 2008⁹ sur le renforcement de la confiance des marchés et la résilience des institutions financières, le FSF met en lumière certaines faiblesses des modèles de notation et des méthodologies utilisées, et formule des recommandations visant à améliorer la qualité du processus de notation. À cet effet, la Commission européenne a publié le 31 juillet 2008, dans le cadre d'une consultation, un projet de règlement relatif aux agences de notation. Ce projet examine les conditions de l'agrément, du fonctionnement et de la surveillance des agences de notation et vise à garantir que celles-ci respectent des normes élevées d'indépendance, d'intégrité et de qualité dans l'accomplissement de leurs missions. L'Eurosystème a répondu à la consultation publique le 25 septembre 2008¹⁰, réservant un accueil globalement favorable au projet de proposition. Il a souligné que tout règlement de l'UE relatif aux agences de notation devait tendre à accroître le niveau de transparence entourant l'octroi des notations ainsi que le contrôle régulier de ces notations, à veiller à ce que le cadre réglementaire n'interfère pas avec le contenu des notations, et à préserver l'intégrité et l'indépendance des agences par la résolution des conflits d'intérêts. L'Eurosystème a proposé de mettre en place une structure réglementaire et de surveillance à l'échelle de l'UE dans le cadre de laquelle les agences de notation continueraient d'être officiellement agréées et supervisées par les autorités nationales

9 http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf

10 http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/regulationcredit_ratingagencies2008en.pdf

compétentes, mais au terme d'une évaluation conjointe et selon un processus prudentiel concerté. Le CERVM pourrait jouer un rôle dans la coordination des autorités nationales compétentes du point de vue tant de l'agrément que de l'application des mesures.

Enfin, l'Eurosystème a souligné le fait que tout dispositif de coordination de la réglementation et de la surveillance des agences de notation devait comporter un niveau de participation approprié de l'Eurosystème, celui-ci ayant déjà mis en place un dispositif d'évaluation du crédit (ECAF) qui suit les résultats et les activités des agences dans le cadre de la mise en œuvre des opérations de politique monétaire.

À l'issue d'une consultation publique, la Commission a publié, en novembre 2008, une proposition de règlement relatif aux agences de notation de crédit.

3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE

L'Eurosystème est très attentif à l'intégration financière en Europe, dans la mesure où un système financier bien intégré favorise une transmission rapide et efficace des impulsions de politique monétaire dans la zone euro et a une incidence sur la mission de l'Eurosystème consistant à préserver la stabilité financière. L'intégration financière favorise également le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres. En outre, en tant qu'objectif prioritaire de l'UE, elle peut contribuer à promouvoir le développement du système financier, et permettre ainsi d'élever le niveau de la croissance potentielle.

L'Eurosystème identifie quatre grands axes par le biais desquels il contribue au renforcement de l'intégration financière européenne : (a) la sensibilisation aux progrès de l'intégration financière et le suivi de ces avancées, (b) le 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 BCE a poursuivi ses activités dans ces quatre domaines au cours de l'année 2008.

LA SENSIBILISATION AUX PROGRÈS EN MATIÈRE D'INTÉGRATION FINANCIÈRE ET LE SUIVI DE CES AVANCÉES

En avril 2008, la BCE a publié la deuxième édition de son rapport annuel intitulé *Financial Integration in Europe* (L'intégration financière en Europe)¹¹. 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. Il présente tout d'abord l'évaluation de la BCE concernant l'état de l'intégration financière dans la zone euro ; cette évaluation s'appuie sur un ensemble d'indicateurs quantitatifs publiés deux fois par an sur le site internet de la BCE. En 2008, la gamme des indicateurs a été élargie pour couvrir l'infrastructure de marché européenne. Il contient également des analyses approfondies sur certains thèmes, retenus en fonction de leur

importance au regard du programme d'intégration financière de l'UE et de leur pertinence pour les missions de la BCE. En 2008, quatre sujets ont été abordés dans ces analyses spécifiques : *concepts and measures of financial development* (concepts et mesures du développement financier), *the Short-Term European Paper (STEP) initiative* (initiative STEP), *the integration and development of mortgage markets in Europe* (intégration et développement des marchés hypothécaires en Europe) et *the integration of large-value payment and securities transactions* (intégration des opérations de paiement de montant élevé et des opérations sur titres). Enfin, le rapport propose une vue d'ensemble de la contribution de l'Eurosystème en 2007 à l'intégration et au développement des marchés de capitaux en Europe.

Étant donné que l'intégration financière doit avoir des incidences sur le développement du système financier et la croissance économique, les travaux de la BCE sur cette question sont étroitement liés à son analyse plus large des facteurs propices au bon fonctionnement des systèmes financiers. Les travaux se sont poursuivis dans ce domaine en 2008¹², l'objectif étant de définir un cadre conceptuel destiné à instaurer de façon régulière un suivi et une évaluation des frictions qui peuvent se produire au sein des systèmes financiers.

En 2008, la BCE a également continué de participer au réseau de recherche sur les marchés financiers et l'intégration financière en Europe, qu'elle gère aux côtés du *Center for Financial Studies* (CFS) de l'université de Francfort-sur-le-Main. Le réseau a poursuivi sa série de conférences avec des universitaires, des intervenants de marché et des décideurs, avec la participation active des BCN. La deuxième phase de recherche a été achevée en 2008, dont le point d'orgue a été le deuxième colloque

11 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>

12 Pour davantage de détails, cf. la section intitulée *Financial development: concepts and measures* (Développement financier : concept et mesures), chapitre 2 de *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe), avril 2008

intitulé *Capital markets and financial integration in Europe* (Marchés financiers et intégration financière en Europe) qui s'est déroulé à Francfort les 13 et 14 février. La troisième phase a débuté avec la onzième conférence organisée par le réseau, qui s'est tenue à la Česká národní banka (Banque nationale de la République tchèque) à Prague les 20 et 21 octobre 2008, et qui avait pour thème *The market for retail financial services: development, integration and economic effects* (Le marché des services financiers aux particuliers : développement, intégration et effets économiques). Comme les années précédentes, la BCE a fait bénéficier cinq jeunes chercheurs du programme de parrainage Lamfalussy (*Lamfalussy Fellowships*) 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

Les progrès réalisés en matière d'intégration financière européenne dépendent dans une large mesure des initiatives prises par le secteur privé pour exploiter les débouchés existants en termes d'activité transfrontière. Les autorités publiques soutiennent ces efforts émanant du privé.

En 2008, l'Eurosystème a continué d'apporter son ferme 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 de la zone euro et dans les autres pays de l'espace SEPA, à partir d'un même compte, quel que soit le pays du SEPA où ils se situent, 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 effectués au plan national. Ce projet

constitue une avancée vers un marché européen des paiements intégré, qui offrira des avantages économiques substantiels à la société. Il fait logiquement suite à l'introduction de l'euro dans seize pays d'Europe à ce jour.

Le lancement réussi des virements SEPA en janvier 2008 a représenté le premier jalon majeur de cette initiative. Depuis lors, les premiers avantages de SEPA ont commencé à se faire sentir pour les banques et, ce qui est encore plus important, pour les utilisateurs finaux des services de paiement. L'Eurosystème a encouragé les opérateurs à évaluer régulièrement la compatibilité de leurs systèmes avec SEPA. La plupart des infrastructures d'échange qui traitent des virements en euros sont maintenant en mesure de traiter des virements SEPA. Plusieurs d'entre elles ne se limitent plus à proposer des opérations exclusivement nationales et ont pris l'initiative de fournir des services sur une base paneuropéenne. Cependant, comme le montre le sixième rapport d'étape SEPA publié par l'Eurosystème en novembre 2008, le processus de migration est encore trop lent et doit être accéléré.

Un cadre SEPA relatif aux paiements par carte a également été mis en place en janvier 2008, mais des efforts supplémentaires restent à accomplir dans ce domaine. Ce cadre devrait permettre de disposer d'une plus grande liberté de choix et d'une meilleure efficacité grâce à l'élimination progressive des obstacles juridiques, techniques et inhérents au dispositif et également grâce à une concurrence accrue en matière d'émission, d'acquisition, d'acceptation et de traitement. La migration vers les cartes à puce dotées d'un numéro d'identification personnel (PIN), une composante majeure de SEPA, a bien avancé en 2008. Plusieurs systèmes de paiement par carte ont adapté leurs règles aux exigences de SEPA. Cependant, des doutes subsistent sur le fait que tous les systèmes aient effectivement dissocié leurs activités de traitement de leurs fonctions de gestion du dispositif. L'Eurosystème estime qu'au moins un nouveau système européen de paiement par carte, respectant ses exigences ainsi que celles des porteurs de carte, des banques,

des commerçants et des autorités chargées de la concurrence, devrait être créé dans les prochaines années. L'Eurosystème discute de cette question avec les principales banques européennes et d'autres parties concernées depuis avril 2008, et a observé un soutien croissant. Plusieurs initiatives de marché sont en cours pour créer un système européen de paiement par carte, ce qui pour l'Eurosystème est une preuve manifeste que le marché reconnaît la nécessité de se doter d'un tel système.

Les préparatifs pour le lancement du prélèvement SEPA le 1^{er} novembre 2009 se sont poursuivis avec l'adoption de deux recueils de règles relatifs aux services du tronc commun et aux services entre entreprises. Cependant, le lancement de ce moyen de paiement est encore entouré d'incertitudes qui doivent être résolues au plus vite, en particulier celles liées à l'application d'une commission interbancaire multilatérale. En concertation étroite avec la Commission européenne, la BCE a suggéré en septembre 2008 un arrangement provisoire, en vertu duquel les commissions interbancaires multilatérales seraient appliquées aux prélèvements SEPA, pour permettre le lancement du dispositif à la date prévue. Pendant une période de transition qui ne durerait que quelques années, les banques auraient à modifier leurs modèles d'activité et à informer leurs clients de manière adéquate. L'Eurosystème a poursuivi ses efforts pour s'assurer du démarrage en temps voulu de ces nouveaux services de paiement au niveau européen. Dans ce contexte, le sixième rapport d'étape SEPA définit les priorités et encourage l'approfondissement des travaux sur le projet.

En Europe, le marché des titres à court terme est largement fragmenté. 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) et pilotée par le Comité de marché STEP, a pallié cette absence d'intégration financière en développant un noyau de pratiques et de normes de marché communément admises, auxquelles se conforment les intervenants de marché qui le souhaitent.

L'Eurosystème soutient l'initiative STEP depuis son lancement en 2001 en facilitant les interactions entre les intervenants de marché, en contribuant au développement de la convention de place STEP et en sensibilisant le public à cette initiative. Après le démarrage réussi du marché STEP en juin 2006, l'Eurosystème a continué de contribuer à cette initiative de deux manières. En premier lieu, la BCE fournit des statistiques relatives au marché STEP. En second lieu, l'Eurosystème assiste le secrétariat STEP dans le cadre du processus d'attribution du label. Cette deuxième mesure constitue un dispositif temporaire qui arrivera à son terme en juin 2010.

Le Comité de marché STEP a lancé un examen de la convention de marché STEP, avec comme objectif de faciliter son application d'un point de vue technique sur un grand nombre de marchés tout en conservant, voire en améliorant les normes qui la régissent. La BCE se félicite d'une telle initiative. Tout d'abord, la convention de place doit être ajustée en fonction de l'évolution des marchés. Ensuite, c'est une bonne occasion pour dresser le bilan des procédures et des processus mis en place depuis le lancement du marché STEP en juin 2006 et pour apporter les améliorations nécessaires à la convention de place.

La BCE publie des statistiques journalières sur les rendements des titres STEP nouvellement émis et libellés en euros, ainsi que sur les volumes mensuels de titres de créance STEP. Malgré les difficultés rencontrées par les marchés, l'encours total de ces titres a augmenté de 24 % (en glissement annuel) au quatrième trimestre 2008.

LA CONTRIBUTION AU DISPOSITIF RÉGLEMENTAIRE ET LÉGISLATIF DU SYSTÈME FINANCIER ET L'ACTION DE RÉGLEMENTATION DIRECTE

L'Eurosystème contribue de façon régulière au développement du cadre législatif et réglementaire de l'UE en formulant des avis sur les principales initiatives en cours.

En 2008, l'activité concernant la surveillance financière au sein de l'UE a été largement

consacrée au suivi du réexamen du cadre Lamfalussy auquel l'Eurosystème a participé (cf. la section 2 de ce chapitre). De plus, dans le cadre de son rôle consultatif, conformément à l'article 105 (4) du Traité, la BCE donne régulièrement des avis sur les propositions de législation émanant de la Commission européenne (cf. également la section 2).

La BCE a apporté une contribution, à titre consultatif, sur les questions liées à l'intégration des systèmes de règlement-livraison de titres et des systèmes de paiement. En particulier, la BCE a été étroitement associée aux travaux relatifs au Code de conduite pour la compensation et le règlement-livraison. Ce code 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. Dans la mesure où le code est un instrument d'autorégulation, un mécanisme de suivi strict a été élaboré afin de garantir une mise en œuvre adéquate et en temps voulu de toutes les mesures. Le mécanisme s'appuie sur des commissaires aux comptes extérieurs et sur un groupe de surveillance *ad hoc* composé de la Commission européenne, du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières et de la BCE. Le groupe de surveillance s'est réuni quatre fois en 2008. La BCE et l'Association européenne de dépositaires centraux de valeurs mobilières ont effectué une analyse sur la transparence des prix et ont émis des suggestions sur la manière d'améliorer la comparabilité des prix.

Le code de conduite visant, en fin de compte, à instaurer la liberté de choix, il doit être complété par la suppression complète des « obstacles Giovannini » (du nom du groupe qui les a identifiés en 2001), qui résultent des différences entre les normes techniques et les pratiques commerciales, de l'incertitude juridique et des divergences au niveau des procédures fiscales et nuisent à l'efficacité de la compensation et du règlement-livraison. La BCE a continué de participer au Groupe consultatif et de suivre sur la compensation et le règlement-livraison (*Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert*

Group – CESAME) qui examine la suppression du premier ensemble d'obstacles. Elle a également continué de prendre part au Groupe sécurité juridique (*Legal Certainty Group*), qui a présenté en août 2008 quinze recommandations sur la suppression des obstacles juridiques relatifs au post-marché.

Dans la mesure où l'harmonisation du cadre juridique européen constitue le fondement de SEPA, l'Eurosystème s'est intéressé activement à la législation communautaire dans ce domaine. La directive sur les services de paiement¹³ a été officiellement adoptée en novembre 2007. D'après la Commission européenne, les États membres ont bien engagé les travaux de transposition de la directive dans les réglementations nationales avant la date-butoir du 1^{er} novembre 2009. La BCE participe au groupe de travail de la Commission qui s'occupe de la transposition. La révision du règlement (CE) n° 2560/2001 sur les paiements transfrontaliers en euros¹⁴ a également des conséquences majeures pour SEPA, en particulier pour les prélèvements SEPA. Il est largement admis que ce règlement a incité le secteur bancaire à s'atteler au développement de SEPA en 2002. La proposition de la Commission¹⁵ vise à adapter ce règlement au paysage actuel des paiements, en l'étendant par exemple aux opérations de prélèvement automatique. De la sorte, les frais liés aux prélèvements SEPA transfrontaliers ne pourront être plus élevés que ceux appliqués aux prélèvements nationaux. La BCE a été impliquée dans le travail de la Commission sur le projet de règlement et a publié un avis sur le sujet¹⁶.

13 Directive 2007/64/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, modifiant les directives 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE ainsi que 2006/48/CE et abrogeant la directive 97/5/CE

14 Règlement (CE) n° 2560/2001 du Parlement européen et du Conseil du 19 décembre 2001 sur les paiements transfrontaliers en euros

15 Cf. http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm

16 Avis sur un nouveau règlement concernant les paiements transfrontaliers dans la Communauté (CON/2009/1)

La BCE a également pris part aux travaux préparatoires effectués par la Commission en vue d'une révision de la directive « monnaie électronique », qui fixe le cadre juridique des activités pour les établissements de monnaie électronique¹⁷. Selon la Commission, l'approvisionnement et l'utilisation de la monnaie électronique n'ont pas connu l'essor prévu, et elle suggère donc de modifier la directive. La BCE est favorable à cette révision, mais certains passages de la proposition faite par la Commission sont une source de préoccupation, surtout en ce qui concerne le cadre prudentiel et le statut institutionnel des établissements de monnaie électronique¹⁸.

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 entré en production avec succès le 19 novembre 2007 et a complètement remplacé la première génération du système TARGET à partir du 19 mai 2008. Le nouveau système est conçu pour fournir aux marchés monétaires et des capitaux en euros un mécanisme d'exécution fiable et efficace pour le règlement en temps réel des paiements transfrontières en euros, en monnaie de banque centrale. TARGET2 représente une contribution décisive de l'Eurosystème à l'intégration financière européenne. C'est la première infrastructure de marché à être complètement intégrée et harmonisée au niveau européen ; de plus, elle a remédié à la fragmentation qui existait auparavant dans la gestion de la liquidité de banque centrale et l'exécution des paiements de montant élevé. Les caractéristiques du nouveau système ont à la fois permis et déclenché des changements organisationnels au sein des établissements de crédit qui opèrent dans plusieurs pays européens, en autorisant ces entités à rationaliser leurs fonctions de post-marché et à regrouper leur gestion de la liquidité en euros (cf. la section 2.1 du chapitre 2).

Par ailleurs, l'Eurosystème et les intervenants de marché ont continué à travailler sur le projet

TARGET2-Titres (T2S). T2S sera constitué d'une plate-forme multidevises utilisée par les dépositaires centraux de titres européens pour le règlement des opérations sur titres en monnaie de banque centrale. Le 17 juillet 2008, le Conseil des gouverneurs a décidé de lancer le projet T2S et d'en confier la réalisation et la gestion opérationnelle à la Deutsche Bundesbank, au Banco de España, à la Banque de France et à la Banca d'Italia. En offrant des services de règlement harmonisés, transfrontaliers et neutres, en euros comme dans d'autres devises, T2S représentera une avancée majeure sur la voie d'un marché des titres intégré et une contribution importante à l'intégration financière européenne (cf. la section 2.2 du chapitre 2).

Enfin, dans le domaine de la gestion des garanties, le Conseil des gouverneurs a décidé en juillet 2008 de mettre en place 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. Il a chargé la Banque nationale de Belgique et De Nederlandsche Bank de mettre en place et de gérer cette plate-forme pour l'ensemble de l'Eurosystème. Son développement est en cours et se fait en étroite coopération avec les intervenants de marché (cf. la section 2.3 du chapitre 2).

17 Cf. http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm

18 Avis sur une directive concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice, ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements (CON/2008/84)

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 pour l'efficacité des flux de paiements des biens, des services et des actifs financiers, et leur bon fonctionnement est essentiel pour la mise en œuvre de la politique monétaire de la banque centrale et pour le maintien de la stabilité financière et de la confiance dans la monnaie, dans le système financier et dans l'économie en général.

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 effectuant des opérations en euros, en appliquant, notamment, des normes et des exigences minimales. En particulier, la fonction de surveillance vise à maintenir la stabilité systémique des systèmes de paiement en limitant l'exposition au risque systémique. Dans ce contexte, les surveillants s'intéressent généralement aux systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres et, compte tenu des interdépendances entre ces systèmes, à 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.

Le Traité assigne des responsabilités en matière de surveillance à l'Eurosystème. Pour réaliser une surveillance efficace et efficiente, la BCE et les BCN de l'Eurosystème exercent ces responsabilités d'une manière qui permet à l'Eurosystème de tirer parti de sa structure décentralisée, tout en assurant la coordination de ses activités de surveillance et une mise en œuvre uniforme de ses politiques. Les exigences et les politiques de l'Eurosystème en matière de surveillance reflètent des normes internationalement admises, dont les caractéristiques sont adaptées aux conditions et aux besoins particuliers de l'Eurosystème.

4.1 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ ET LES FOURNISSEURS D'INFRASTRUCTURES DE SERVICES

Le rôle de surveillance de l'Eurosystème recouvre tous les systèmes de paiement de montant élevé réglant des transactions en euros, y compris ceux qui sont gérés par l'Eurosystème lui-même. L'Eurosystème applique les mêmes normes de surveillance, qu'il s'agisse de ses propres systèmes ou de ceux gérés par le secteur privé. Ces normes sont les Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique, définis par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) du G10 et adoptés par le Conseil des gouverneurs en 2001. Elles sont complétées 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 et qui doivent être mises en œuvre par tous les systèmes de paiement d'importance systémique établis dans la zone euro au plus tard en juin 2009.

Les principales infrastructures de paiement réglant des opérations libellées en euros (TARGET2, EURO 1 et CLS), les principaux fournisseurs d'infrastructures de services (comme SWIFT) et les principales infrastructures de compensation et de règlement-livraison de titres libellés en euros ont relevé avec succès les défis représentés par la persistance des turbulences financières en 2008. Du point de vue de la surveillance, un certain nombre d'enseignements pourraient être tirés de ces événements, ne serait-ce que concernant l'importance de la capacité de gestion appropriée de la part des opérateurs de systèmes, et des dispositifs de communication de crise bien établis entre les surveillants, les autres autorités et les fournisseurs d'infrastructures de marché concernés.

TARGET2

La transition progressive de TARGET à TARGET2, qui avait commencé en

novembre 2007, s'est achevée sans heurt et conformément au calendrier le 19 mai 2008 par le succès de la connexion à TARGET2 du troisième et dernier groupe de communautés bancaires nationales. Toutes les activités de surveillance de TARGET2 sont conduites et coordonnées par la BCE, qui agit en étroite coopération avec les BCN participantes. Ces dernières procèdent à la surveillance des aspects locaux de TARGET2 et contribuent à la surveillance des aspects centralisés du système sur la base du volontariat.

Début 2007, lorsque TARGET2 était encore en phase de développement, les surveillants de ce système ont commencé à réaliser une évaluation complète de la conception de TARGET2 au regard des Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique et des Attentes en matière de continuité opérationnelle pour ces systèmes de paiement. Les premiers résultats de cette évaluation étaient encourageants et, fin 2007, les surveillants de TARGET2 ont conclu que ce système devrait être pleinement compatible avec tous les Principes fondamentaux, sous réserve qu'un certain nombre d'observations soient traitées par l'opérateur du système courant 2008 sur la base du plan d'action convenu. En novembre 2008, l'opérateur du système a remis un rapport aux surveillants, présentant en détail le traitement des éléments qui figuraient dans le plan d'action. Les surveillants de TARGET2 ont examiné ce rapport et les actions entreprises par l'opérateur du système et ont présenté aux organes de décision de la BCE, en mars 2009, un rapport final sur l'évaluation de TARGET2 sous l'angle de la surveillance. Une version publique du rapport d'évaluation sera rendue disponible.

Les surveillants de TARGET2 considèrent que le système a fonctionné conformément aux attentes. Un seul incident majeur, qui s'est produit le 30 juin 2008, a nécessité une attention et une action particulières de la part des surveillants de TARGET2. Des recommandations en matière de surveillance liées à cet incident ont fait l'objet de discussions avec l'opérateur du système et des mesures de réduction des risques ont été mises en œuvre.

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. En 2008, les activités de surveillance se sont concentrées, notamment, sur la migration du règlement des positions de fin de journée d'EURO 1 vers TARGET2 en mai 2008, lors de l'arrêt du système TARGET précédent. La migration du règlement vers TARGET2 a été réalisée sans aucun problème.

Le 7 juillet 2008, ABE Clearing a mis en place deux fenêtres de distribution de liquidité supplémentaires dans le cadre de la capacité de règlement flexible (*Flexible Settlement Capability*, également dénommée *liquidity bridge*, ou liquidité relais) d'EURO 1, l'une à 13h00 et l'autre à 15h30. Le dispositif de liquidité relais facilite le traitement des paiements qui seraient autrement mis en attente lorsque les banques ont atteint leur limite de débit ou de crédit dans EURO 1. Les deux fenêtres de distribution de liquidité supplémentaires ont pour objectif de réduire le solde conservé sur le compte de prérèglement d'EURO 1 dans TARGET2 et de maximiser le recyclage de liquidité préfinancée. Leur mise en place a suscité une appréciation favorable de la part des surveillants tant du point de vue d'EURO 1 que de celui de TARGET2.

LE SYSTÈME CLS (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM)

Le système CLS offre des services de règlement multidevises simultané (sur la base d'un mécanisme de paiement contre paiement) assorti d'instructions de finalité de paiement liées aux opérations de change. Grâce à ce mécanisme de paiement contre paiement, CLS supprime pratiquement tout risque de règlement dans les

opérations de change, c'est-à-dire le risque que l'une des parties à l'opération livre la devise qu'elle a vendue sans recevoir la devise qu'elle a achetée.

Le système CLS a été instauré en 2002 et couvrait initialement le règlement d'opérations de change effectuées dans sept des principales devises, y compris l'euro. Suite à l'approbation par les surveillants de CLS du peso mexicain et du shekel israélien pour ses règlements en 2008, les opérations de CLS sont désormais effectuées dans dix-sept devises. En outre, CLS effectue le règlement des instructions de paiement à devise unique qui sont liées à un nombre limité d'instruments financiers, à savoir les opérations de gré à gré (OTC) des dérivés de crédit et les contrats à terme non livrables (*non-deliverable forwards* – NDF)¹⁹.

CLS est géré par CLS Bank International (CLS Bank), à New York. CLS Bank est détenue par des banques du secteur privé et par d'autres institutions financières. Le Système fédéral de réserve assume la fonction de principal responsable de la surveillance (« *lead overseer* ») de CLS dans le cadre d'un accord de surveillance coopératif auquel participent les banques centrales du G10 et les banques centrales dont la devise est réglée dans le système. Dans le cadre de ce dispositif de surveillance coopératif, la BCE (en étroite coopération avec les BCN de la zone euro) est le principal responsable de la surveillance du règlement en euros par CLS.

En valeur, CLS est le plus important système de paiement pour le règlement des transactions en euros hors de la zone euro. Par conséquent, la sécurité et l'efficacité du système CLS et sa conformité aux principes de l'Eurosystème²⁰ sont d'une importance primordiale pour celui-ci. En décembre 2008, le système CLS a traité, en moyenne, 473 000 opérations de change par jour pour un montant moyen de 3 300 milliards d'euros²¹. Cela représente une augmentation significative en volume par rapport à décembre 2007, où le système CLS a traité, en moyenne, 381 436 opérations de change par jour pour un montant moyen de 2 900 milliards d'euros. Avec

une part de 21 % environ de l'ensemble des opérations réglées par le système CLS, l'euro a continué de représenter la plus importante devise de règlement après le dollar (44 % environ). En 2008, le montant quotidien moyen des opérations CLS réglées en euros était de 560 milliards.

En 2008, la BRI a publié un rapport intitulé *Progress in reducing foreign exchange settlement risk* (Progrès accomplis dans la réduction du risque de règlement relatif aux opérations de change)²². Ce rapport, qui comporte des contributions de l'Eurosystème, indique que la stratégie détaillée de long terme approuvée par les banques centrales du G10 en 1996 a sensiblement réduit le risque systémique lié aux modalités de règlement des opérations de change. Toutefois, il souligne également que des mesures doivent encore être prises par les institutions individuelles, les groupes du secteur et les banques centrales pour traiter les expositions restantes et se prémunir contre un risque de recul par rapport aux progrès déjà réalisés.

SWIFT

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 (*lead overseer*). La surveillance coopérative de SWIFT par le G10 est axée sur les objectifs de sécurité, de fiabilité opérationnelle, de continuité opérationnelle et de résilience de

19 Définies comme « règlements nets en espèces » (*net cash settled*), opérations de change à terme par lesquelles deux parties conviennent de la réalisation de deux opérations notionnelles en devises et du règlement en espèces de la différence entre les deux opérations notionnelles dans une devise donnée. Les devises spécifiées dans les deux opérations notionnelles en devises ne sont pas physiquement échangées par les parties prenantes au contrat à terme non livrable.

20 *Principes de l'Eurosystème concernant la localisation et la mise en œuvre des infrastructures de règlement pour les instructions de paiement libellées en euros*, BCE, juillet 2007

21 Le règlement en espèces de chaque opération de change comporte deux opérations de paiement, une dans chacune des devises concernées. Ainsi, en décembre 2008, CLS a réglé 236 396 opérations par jour pour un montant moyen de 1 650 milliards d'euros environ.

22 <http://www.bis.org/publ/cpss83.htm>

l'infrastructure de SWIFT. En 2008, le groupe de surveillance a vérifié que SWIFT respectait ces trois objectifs en s'assurant de l'existence des dispositifs de gouvernance, des structures, des processus, des procédures de gestion du risque et des contrôles lui permettant de gérer efficacement les risques potentiels pour le bon fonctionnement des infrastructures de marché inhérents à l'utilisation de SWIFT et pour la stabilité financière en général.

Au cours de l'année 2008, les surveillants de SWIFT se sont particulièrement intéressés au projet de migration de SWIFT vers une architecture de messagerie multizone. L'exploitation de SWIFT sera divisée en deux zones, la zone transatlantique et l'Europe, dans le but d'accroître la capacité de traitement de son infrastructure, d'améliorer sa résilience et de respecter les exigences européennes en matière de protection des données. Dans le cadre de ce projet, qui sera mis en place en deux étapes d'ici à 2010 et 2013, respectivement, un nouveau centre d'exploitation global sera installé en Europe pour se charger des deux zones, transatlantique et européenne. Les clients de SWIFT installés en Europe seront automatiquement rattachés à la zone européenne, leur activité intra-européenne étant traitée et conservée en Europe. Les surveillants examinent les processus de SWIFT s'agissant de la conception et du déploiement de l'architecture, tout en vérifiant le respect des préoccupations liées à la continuité opérationnelle et à la résilience des services SWIFT qui sont primordiales pour le maintien de la stabilité financière mondiale.

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 2008, la BCE a continué de suivre le 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. Au cours

de l'année, un certain nombre de modifications du système ont dû être évaluées vis-à-vis des normes de surveillance en vigueur.

Le 28 janvier 2008, ABE Clearing a lancé un service de virements SEPA dans le cadre de STEP2 pour le traitement des virements en conformité avec les règles du Système SEPA définies par le Conseil européen des paiements (*European Payments Council – EPC*). En mai 2008, un cycle intrajournalier supplémentaire a été ajouté au service de virement SEPA pour traiter les demandes suscitées par la migration du trafic domestique des pays de la zone euro vers ce nouveau service. Une modification majeure du système est intervenue le 8 décembre 2008, avec la migration du service de virement SEPA vers TARGET2. Avant cette date, le service de virement était réglé dans EURO 1, ainsi que les autres services STEP2 continuent de l'être. Ces modifications n'ont pas altéré le niveau de compatibilité de STEP2 avec les normes de surveillance en vigueur.

En janvier 2008, le Conseil des gouverneurs a approuvé le cadre de surveillance des dispositifs de paiement par carte fonctionnant dans la zone euro, en tenant compte des commentaires reçus lors de la consultation publique réalisée en 2007. En mai 2008, l'Eurosystème a commencé l'évaluation des dispositifs de paiement par carte fonctionnant dans la zone euro au regard des normes de surveillance récemment instaurées. Cette évaluation porte sur vingt-six dispositifs, dont quatre dispositifs internationaux. Les dispositifs internationaux de paiement par carte 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 volontaires²³. Les évaluations de chacun des dispositifs nationaux et internationaux de carte de paiement feront l'objet de comparaisons afin de garantir une application uniforme des normes

²³ La BCE est *lead overseer* de l'Eurosystème pour VISA, American Express et Diners/Discover. Elle participe en tant que membre du groupe d'évaluation à la surveillance coopérative de MasterCard, la Banque nationale de Belgique assurant la responsabilité première de la surveillance.

de surveillance. Il est prévu de publier un rapport d'évaluation global présentant les principaux résultats au niveau agrégé.

En 2008, l'Eurosystème a commencé à élaborer des cadres de surveillance pour les nouveaux instruments de paiement SEPA développés par l'EPC, à savoir le système de virement mis en place à compter du 28 janvier 2008 et le système de prélèvement prévu pour 2009. Lorsque ces cadres de surveillance auront été définis, il est prévu de les publier aux fins de consultation publique.

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'Eurosystème²⁴. Les systèmes de règlement-livraison de titres et les 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 2008, un nouveau système (VP Lux) et un nouveau lien relayé ont fait l'objet d'une évaluation et ont été jugés conformes aux normes d'utilisation de l'Eurosystème. Le Conseil des gouverneurs a également évalué le système de règlement-livraison de titres slovaque en

prévision de l'entrée de la Slovaquie dans la zone euro le 1^{er} janvier 2009. Il a jugé que ce système était conforme aux normes d'utilisation et donc éligible pour la participation aux opérations de politique monétaire et aux opérations de crédit intrajournalier de l'Eurosystème. En outre, l'Eurosystème a également entrepris la première évaluation complète de l'ensemble des systèmes de règlement-livraison, liens et liens relayés déjà utilisés, dont les résultats devraient être disponibles au printemps 2009.

En 2008, l'Eurosystème a évalué un nouveau dispositif relatif à la détention de titres de créance internationaux sous forme nominative globale émis conjointement par les deux dépositaires centraux internationaux de titres, Euroclear Bank (Belgique) et Clearstream Banking Luxembourg. Ce nouveau dispositif, qui doit être introduit au plus tard mi-2010, reproduira les grands principes s'appliquant au nouveau certificat d'émission globale (*New Global Note*) institué en 2006 pour les titres de créance internationaux sous forme globale au porteur. Compte tenu de la diminution des émissions de titres de créance internationaux au porteur, une modification de leur structure de détention n'était pas justifiée. Dès lors, il a été décidé de retirer ces titres de la liste des actifs éligibles dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème. Une clause d'antériorité a été définie jusqu'au 30 septembre 2010, grâce à laquelle les titres de créance de ce type émis avant cette date ou à cette date resteront éligibles jusqu'à leur échéance.

RECOMMANDATIONS DU SEBC-CERVM RELATIVES AUX SYSTÈMES DE COMPENSATION ET DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES AU SEIN DE L'UNION EUROPÉENNE

En 2001, le Conseil des gouverneurs a approuvé un cadre de coopération relatif aux systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres entre le SEBC et le CERVM. Un groupe de travail conjoint a été créé cette même année pour adapter les recommandations établies

²⁴ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB Credit Operations*, janvier 1998.

par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (recommandations CSPR-OICV) au contexte de l'UE, et, à compter de 2004, également les recommandations relatives aux contreparties centrales. Les travaux ont été temporairement interrompus en 2005 en raison de trois questions non résolues liées au périmètre, au contenu et aux fondements juridiques des recommandations du SEBC-CESR.

Le 3 juin 2008, le Conseil Ecofin a invité officiellement le SEBC et le CERVM à adapter et finaliser le projet de « normes pour la compensation et le règlement de titres dans l'Union européenne » (*Standards for securities clearing and settlement in the EU*) au plus tard à l'automne 2008, en respectant un certain nombre de principes, à savoir : (a) le texte adopté devrait prendre la forme de recommandations non contraignantes adressées uniquement aux autorités publiques et non aux intervenants de marché ; (b) son champ d'application devrait inclure les dépositaires centraux internationaux de titres et exclure les banques conservatrices ; et (c) s'agissant du contrôle du risque de crédit et du risque de liquidité, la référence admise par le G10, à savoir la recommandation 9 du CSPR-OICV relative aux systèmes de règlement-livraison de titres, devrait être adoptée.

Conformément à la demande du Conseil Ecofin, le groupe de travail du SEBC-CERVM a repris ses travaux et préparé une série de projets de recommandations qui ont fait l'objet d'une consultation publique du 23 octobre 2008 au 23 janvier 2009. Pendant la période de consultation, une audition publique a été organisée à l'intention des parties intéressées.

Le Parlement européen, la Commission européenne, le CECB, les intervenants et les associations de marché ont été étroitement impliqués dans ces travaux à différents stades. L'approbation finale des recommandations révisées par le CERVM, le Conseil des gouverneurs et les BCN ne faisant pas partie

de la zone euro devrait intervenir à la fin du premier trimestre 2009. Parallèlement, le CECB réalise une analyse permettant d'identifier les domaines dans lesquels de nouvelles mesures pourraient être nécessaires afin de corriger le décalage existant entre les recommandations du SEBC-CERVM et la réglementation bancaire applicable aux banques ayant internalisé les activités de compensation et de règlement-livraison.

Les recommandations, une fois finalisées, seront mises en œuvre par les banques centrales chargées de la surveillance et les régulateurs des marchés de valeurs mobilières en vue de préserver la sécurité et l'efficacité des systèmes de compensation et de règlement de titres dans l'UE et d'assurer que les différentes infrastructures soient sur un pied d'égalité. Les recommandations du SEBC-CERVM complètent les travaux d'autres instances de l'UE et sont considérées comme l'un des piliers de la stratégie de l'UE concernant le secteur post-marché, avec TARGET2-Titres, le code de conduite pour la compensation et le règlement-livraison, ainsi que la suppression des « obstacles Giovannini ».

RÉDUIRE LE RISQUE DE CONTREPARTIE DES SWAPS DE DÉFAUT

Selon les statistiques de la BRI, l'encours notionnel sur le marché des *swaps* de défaut s'est établi à 57 000 milliards de dollars en juin 2008, soit environ 8 % du total des dérivés négociés de gré à gré – OTC. La nécessité de renforcer le cadre opérationnel afin de favoriser un traitement ordonné des opérations sur les produits dérivés négociés de gré à gré, qui avait été relevée dans le rapport de mars 2007 du CSPR intitulé *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives* (Évolution récente des dispositifs de compensation et de règlement pour les dérivés de crédit hors cote – OTC), est devenue plus urgente en raison des turbulences observées sur les marchés financiers en 2008. La BCE a tenu le 3 novembre 2008 une réunion sur l'établissement de contreparties centrales pour les *swaps* de défaut avec les parties prenantes

au niveau européen. Parmi les participants figuraient les fournisseurs potentiels de telles contreparties centrales, les intermédiaires, les utilisateurs et les régulateurs. Cette réunion venait en complément des initiatives prises dans ce domaine par la Banque fédérale de réserve de New York et la Commission européenne. La BCE a également participé à un groupe de travail établi par la Commission européenne traitant des questions de supervision, de réglementation et de concurrence sur les marchés dérivés aussi bien à court qu'à long terme en vue de promouvoir la stabilité financière. Les parties prenantes ont souligné les avantages liés au fait de disposer de solutions multiples dont au moins une solution européenne. Le 18 décembre 2008, le Conseil des gouverneurs a rappelé l'importance d'un renforcement de l'infrastructure pour les produits dérivés de gré à gré, et la nécessité d'au moins une contrepartie centrale européenne pour les dérivés de crédit. Compte tenu de son importance systémique potentielle, cette contrepartie centrale européenne devait être établie dans la zone euro.

L'Eurosystème partage le point de vue du Forum de stabilité financière et de la Commission européenne sur l'importance d'une réduction du risque de contrepartie et d'une amélioration de la transparence sur les marchés de dérivés de gré à gré, en particulier dans les compartiments revêtant une importance systémique (par exemple, les dérivés de crédit). L'introduction de contreparties centrales pour les dérivés de gré à gré est considérée comme une solution appropriée, car les contreparties centrales, en raison de la concentration des encours qu'elles opèrent, (a) réduisent le risque de contrepartie auquel les intervenants de marché sont exposés et rendent plus efficace la gestion des risques ; (b) améliorent l'intégrité des marchés, la transparence et la disponibilité de l'information ; (c) normalisent les critères d'évaluation des risques ; et (d) libèrent des garanties. L'Eurosystème a fait part de son intention de coopérer avec les autres autorités pour faciliter une action collective efficace du secteur privé à cet égard. En décembre 2008, le Conseil Ecofin a invité le SEBC et le CERVM

à adapter leur projet de recommandations relatives aux contreparties centrales pour traiter explicitement du risque associé aux produits dérivés négociés de gré à gré.

4.4 AUTRES ACTIVITÉS

Afin d'informer les autorités publiques, les fournisseurs d'infrastructures de marché et leurs participants ainsi que le grand public sur les évolutions de son cadre de surveillance et de ses activités de surveillance à l'égard des systèmes de paiement spécifiques, la BCE a publié le 11 juillet 2008 son rapport intitulé *Payment systems and market infrastructure oversight report 2007* (rapport 2007 sur la surveillance des systèmes de paiement et des infrastructures de marché). Ce rapport a été la première publication consacrée aux activités de surveillance de la BCE. La portée du rapport sera élargie et les publications suivantes prendront la forme d'un rapport de surveillance de l'Eurosystème.

Les infrastructures de paiement et de titres étant essentielles au bon fonctionnement des économies de marché, il est important que ces infrastructures, y compris leurs participants et les tiers fournisseurs de services mettent en œuvre une gestion efficace et efficiente des risques et des procédures de continuité opérationnelle et que celles-ci soient conformes aux normes nationales et internationales en vigueur. Compte tenu des nombreuses interdépendances existant entre les différentes infrastructures de marché et de la nécessité d'assurer un niveau élevé d'échange d'informations et de compréhension mutuelle, la BCE et les BCN de l'UE ont accepté de promouvoir le partage d'informations sur les normes nationales et internationales relatives à la résilience opérationnelle et, en particulier, celles relatives à la continuité opérationnelle. En février 2008, la BCE a mis en place sur son site internet une page consacrée à la continuité opérationnelle des infrastructures de marché²⁵.

²⁵ Cette page peut être consultée à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>

Cette page fournit aux parties intéressées des informations sur les normes les plus récentes relatives à la continuité opérationnelle applicables aux infrastructures fonctionnant en Europe, un glossaire de termes relatifs à la continuité opérationnelle et des informations actualisées sur les dernières évolutions européennes dans ce domaine. Cette page propose également des liens vers les banques centrales et autres régulateurs ayant publié des normes et des pratiques de marché applicables dans leurs pays (y compris des pays non européens comme les États-Unis, Hong-Kong et le Japon).

En vue d'assurer la cohérence des termes utilisés dans toutes les publications du SEBC qui ont trait aux paiements, à la compensation et au règlement-livraison, le 30 septembre 2008, la BCE a publié aux fins de consultation publique un glossaire de termes liés aux aspects techniques des systèmes de paiement, de compensation et de règlement-livraison dans l'UE. Les termes figurant dans le glossaire sont définis dans un style convivial et non juridique afin d'en promouvoir l'acceptation. La version finale du glossaire sera publiée sur le site internet de la BCE.

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 2007 ont été publiées le 26 novembre 2008.



Au cours de la cérémonie d'adieu organisée en son honneur, Willem F. Duisenberg remet à Jean-Claude Trichet la cloche utilisée lors des réunions du Conseil des gouverneurs

CHAPITRE 5

LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES

I LES QUESTIONS EUROPÉENNES

En 2008, la BCE a continué d'entretenir des contacts réguliers avec les institutions et instances européennes, en particulier avec le Parlement européen (cf. chapitre 6), le Conseil Ecofin, l'Eurogroupe et la Commission européenne. Le président de la BCE a participé aux réunions de l'Eurogroupe, mais aussi à celles du Conseil Ecofin lorsque des questions relatives aux objectifs et aux tâches du SEBC y étaient examinées. De leur côté, 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

LE PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE

En 2008, l'environnement macroéconomique d'abord favorable a été propice à l'amélioration des soldes budgétaires dans la plupart des pays et, partant, à l'abrogation des procédures de déficit excessif dans cinq des six États membres en situation de déficit excessif à la fin de 2007. En juin 2008, le Conseil Ecofin a mis un terme aux procédures de déficit excessif lancées à l'encontre de la République tchèque, de l'Italie, du Portugal et de la Slovaquie, et il a fait de même en juillet 2008 pour celle qui avait été lancée à l'encontre de la Pologne. S'agissant de la Slovaquie, la levée de la procédure a balayé un important obstacle à l'adoption de l'euro en 2009. La révision du déficit de la Grèce en 2007, qui est passé de 2,8 à 3,5 p.c. du PIB, n'a pas débouché sur la mise en œuvre d'une procédure de déficit excessif.

Toutefois, la détérioration de l'environnement macroéconomique en cours d'année et l'incidence de la crise financière sur les recettes fiscales ont exercé une certaine pression sur les finances publiques et entraîné la réapparition de déficits élevés, en particulier dans les pays qui, n'ayant pas fait suffisamment d'efforts d'assainissement lorsque la conjoncture était favorable, étaient vulnérables. En juillet 2008, le Conseil Ecofin a lancé une procédure de déficit excessif à l'encontre du Royaume-Uni,

recommandant à ce pays, en application de l'article 104 (7) du Traité, de ramener son déficit sous le seuil de 3 % du PIB pour l'exercice financier 2009-2010. La Hongrie est restée soumise à une procédure de déficit excessif en 2008 ; elle doit avoir corrigé son déficit en 2009 au plus tard. En outre, la Commission a adressé en mai 2008 un « conseil de politique économique » à la France au sujet de sa politique économique et budgétaire, l'invitant à procéder à l'assainissement nécessaire de ses finances publiques et à mettre en place des réformes structurelles. Compte tenu de la nécessité d'un cadre budgétaire contraignant et axé sur le moyen terme et du risque que le déficit n'excède 3 % du PIB, la Commission a également adressé en juin 2008 un conseil à la Roumanie.

En mai, l'Eurogroupe a approuvé le cadre opérationnel défini par le Pacte de stabilité et de croissance. Les ministres ont souligné que plusieurs pays devraient mettre en œuvre des politiques plus ambitieuses pour respecter les dispositions du volet préventif du Pacte et atteindre les objectifs budgétaires de l'accord conclu à Berlin en 2007, à savoir que les États membres atteindraient leurs objectifs de moyen terme en 2008 ou en 2009, tous devant viser l'échéance de 2010 au plus tard.

À mesure que les turbulences financières s'aggravaient en cours d'année, entraînant un recul de la confiance dans le secteur financier, le Conseil Ecofin a lancé en octobre un appel à la prudence budgétaire en vue de soutenir la confiance. Les ministres ont répété que le Pacte restait le cadre adéquat et qu'il devrait être appliqué dans son intégralité. Plus particulièrement, les stabilisateurs automatiques devraient contribuer à atténuer le ralentissement attendu. S'agissant de la soutenabilité à long terme des finances publiques, le Conseil a examiné des propositions visant à intégrer la charge budgétaire du vieillissement dans la définition des objectifs de moyen terme.

LA STRATÉGIE DE LISBONNE

La stratégie de Lisbonne, vaste programme de réformes économiques, sociales et

environnementales de l'UE, a entamé un nouveau cycle politique de trois ans en 2008, le deuxième depuis que la stratégie a été évaluée en 2005.

Au printemps 2008, le Conseil européen a entériné les Lignes directrices intégrées adoptées pour le cycle 2005-2008 et a souligné que le cycle actuel devrait se concentrer sur la mise en œuvre d'objectifs convenus. Il a complété ces lignes directrices par des recommandations spécifiques à chaque État membre et par une orientation horizontale adressée aux pays de la zone euro. La Commission européenne a été invitée à poursuivre sa collaboration avec les États membres en vue de développer une méthodologie claire et transparente pour le suivi et l'évaluation des réformes de Lisbonne. De plus, afin de garantir l'aspect permanent de l'engagement de procéder à des réformes structurelles, le Conseil européen a invité la Commission, le Conseil de l'UE et les coordinateurs nationaux de Lisbonne à entamer une réflexion sur l'avenir de la stratégie de Lisbonne après 2010.

À l'automne 2008, les États membres ont présenté leurs programmes nationaux de réformes expliquant les progrès qu'ils ont réalisés jusqu'à présent dans la mise en œuvre de leurs stratégies de réforme structurelle. Ces stratégies visent à assurer la soutenabilité et la qualité des finances publiques, à améliorer l'environnement réglementaire des entreprises, à intensifier les investissements dans la recherche et le développement ainsi que dans l'innovation et à introduire des mesures visant à accroître la participation au marché du travail et à renforcer la flexibilité de ce dernier. À la fin de 2008, la Commission européenne a publié sa première évaluation de la mise en œuvre du Programme communautaire de Lisbonne 2008-2010, adopté à la fin de 2007 et complétant les programmes nationaux de réformes en détaillant les actions qui doivent être entreprises au niveau de l'UE. La Commission a également suggéré des mesures supplémentaires destinées à renforcer la stratégie de Lisbonne dans le cadre du plan européen pour la relance économique¹.

À de nombreuses reprises, la BCE a souligné l'importance de mettre en œuvre des réformes structurelles destinées à stimuler la croissance et l'emploi. Les pays de la zone euro devraient plus particulièrement mettre en œuvre des réformes de grande ampleur afin de favoriser le fonctionnement harmonieux de l'UEM.

ÉVOLUTIONS DES MARCHÉS DE CAPITAUX ET INTÉGRATION FINANCIÈRE

Les politiques menées par l'UE en 2008 sur les marchés de capitaux ont dans une large mesure été dictées par la crise financière. Au second semestre 2007, le Conseil de l'UE avait adopté trois feuilles de route en réaction aux turbulences survenues sur les marchés de capitaux en août de cette même année. Ces trois feuilles de route précisait les mesures à prendre concernant (a) la façon de réagir aux turbulences sur les marchés de capitaux, (b) le renforcement des dispositifs européens en matière de stabilité financière et (c) l'examen du processus Lamfalussy sur la réglementation et la surveillance financières.

En 2008, des progrès substantiels ont été accomplis au niveau des trois feuilles de route. S'agissant de la réaction à apporter aux turbulences sur les marchés de capitaux, la Commission européenne a publié en juillet ses suggestions concernant les conditions d'agrément, d'exploitation et de surveillance des agences de notation du crédit. En octobre, elle a présenté une proposition d'amendement de la directive relative aux exigences de fonds propres (pour de plus amples détails, cf. la section 2 du chapitre 4). Pour renforcer les dispositifs européens en matière de stabilité financière, les autorités de surveillance, les banques centrales et les ministères des Finances de l'UE ont adopté un protocole d'accord sur

¹ Les mesures incluent : (a) l'accélération de la mise en œuvre de mesures destinées à renforcer l'environnement économique, (b) l'amélioration du fonctionnement des marchés du travail, (c) la réduction des pénuries de main-d'œuvre et (d) l'avancement des investissements publics en infrastructures. Le plan européen pour la relance économique souligne également l'importance d'un meilleur accès au marché international et de l'intensification de la coopération réglementaire internationale.

la coopération en matière de stabilité financière transfrontière, lequel est entré en vigueur en juin. Des progrès notables ont également été réalisés dans l'examen du processus Lamfalussy et ont débouché sur un accord en vertu duquel les mandats des autorités de surveillance nationales devraient inclure une dimension européenne d'ici à la mi-2009 et en vertu duquel des « collèges d'autorités de surveillance » devraient être mis en place pour les groupes financiers transfrontières les plus importants.

Lorsque la crise financière s'est intensifiée à l'automne 2008, les institutions européennes et les États membres ont accru la coordination de leurs mesures destinées à relever les nouveaux défis. Le 12 octobre, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont adopté un plan d'action concertée. Le 15 octobre, le Conseil européen a approuvé les principes sur lesquels les pays de la zone euro s'étaient mis d'accord et a appelé les pays de l'UE à adopter des mesures nationales conformes au plan d'action. Le président de la BCE a participé à ces deux réunions.

Les principaux objectifs du plan d'action concertée étaient de garantir des conditions de liquidité appropriées aux institutions financières, de faciliter le financement des banques, de fournir des capitaux supplémentaires aux institutions financières, de permettre une recapitalisation efficace des banques en difficulté et de garantir une mise en œuvre suffisamment flexible des règles comptables. En outre, une cellule de crise financière a été mise en place afin de faciliter une intervention rapide et efficace en situation de crise. Cette cellule rassemble des représentants du pays exerçant la présidence de l'UE, le président de la Commission européenne, le président de la BCE (conjointement avec les autres banques centrales de l'UE), le Président de l'Eurogroupe et les gouvernements des États membres.

AUTRES POLITIQUES DE L'UE

La BCE a suivi attentivement les évolutions des politiques en matière de changements climatiques et d'énergie de l'UE, étant donné que ces politiques sont susceptibles d'influencer les évolutions macroéconomiques, la stabilité des prix et les situations budgétaires. S'agissant des politiques de l'énergie, l'amélioration du fonctionnement du marché intérieur de l'énergie de l'UE devrait exercer une incidence positive sur l'évolution des prix de l'énergie et accroître la prévisibilité de l'approvisionnement en énergie. Dans ces deux domaines, on s'est surtout attaché en 2008 à transformer en législation les engagements ambitieux de l'UE². La BCE a également suivi de près les évolutions de la Politique agricole commune (PAC), en particulier en ce qui concerne leur incidence sur les prix des produits alimentaires. En réaction à la hausse des prix des denrées alimentaires, le Conseil de l'UE a approuvé plusieurs mesures visant à améliorer l'approvisionnement en nourriture, telles la vente de stocks publics, la suspension de l'obligation imposée aux agriculteurs de laisser une partie de leurs terres arables en jachère, une augmentation des quotas laitiers et la suspension des taxes à l'importation pour les céréales. À la suite du lancement du « bilan de santé de la PAC » par la Commission, le Conseil de l'UE a convenu en novembre 2008 de moderniser et de rationaliser la PAC et, en réponse à la demande croissante de produits alimentaires, de supprimer les restrictions subsistant dans le chef des agriculteurs.

2 En vertu du paquet climat-énergie, l'UE devrait, d'ici à 2020, réduire ses émissions de gaz à effet de serre de 20 % par rapport à 1990 et porter le recours à des sources d'énergie renouvelables à 20 % de la consommation d'énergie totale de l'UE. En outre, elle devrait améliorer l'efficacité énergétique de 20 %.

DIX ANS D'UEM

L'année 2008 a marqué le dixième anniversaire de la BCE, de l'Eurosystème et du SEBC: l'occasion de passer en revue les dix premières années d'existence de l'UEM et de tirer les leçons de l'expérience acquise durant cette période.

En mai 2008, la BCE a publié une édition spéciale du Bulletin mensuel, qui exposait les travaux et réalisations de l'Eurosystème et évoquait les défis auxquels l'Eurosystème et la zone euro sont confrontés alors qu'ils entament leur deuxième décennie d'existence. Les dix premières années de l'UEM ont démontré que la BCE était tout à fait capable de remplir le mandat que lui a confié le Traité. En dépit d'un environnement extérieur hostile, marqué par une forte hausse des cours des matières premières, l'objectif de la stabilité des prix a été globalement atteint. Dans la zone euro, les prix à la consommation ont augmenté, en moyenne, à un rythme annuel de 2,1 % entre 1999 et 2007, soit un taux sensiblement inférieur à l'accroissement annuel moyen des prix à la consommation enregistré entre 1990 et 1998, qui avait atteint 3 %. En outre, la BCE est parvenue à ancrer les anticipations d'inflation à long terme à des niveaux conformes à la stabilité des prix. L'UEM a également stimulé la création d'emplois. L'emploi dans la zone euro a progressé d'environ 16 millions de personnes entre 1999 et 2007, contre environ 6 millions entre 1990 et 1998.

La Commission européenne a publié une communication en mai, parallèlement à un rapport intitulé « UEM@10: Bilan de l'Union économique et monétaire dix ans après sa création », dans lequel elle soulignait que, dix ans après son introduction, l'euro est un franc succès. La Commission a également présenté plusieurs propositions visant à améliorer la coordination et la surveillance au sein de l'UEM, à renforcer le rôle international de la zone euro et à promouvoir la gouvernance efficace de l'UEM.

Le Conseil Ecofin a évoqué les dix premières années d'existence de l'UEM lors de sa réunion du 7 octobre 2008. Les ministres ont conclu que l'UEM avait contribué à la stabilité macroéconomique au cours des dix dernières années et que, à la suite des processus de réforme de l'UEM, l'UE était désormais mieux armée pour affronter les chocs économiques. Afin de récolter de nouveaux bénéfices de l'UEM et d'améliorer les performances économiques des États membres, le Conseil Ecofin a approuvé plusieurs propositions, parmi lesquelles: (a) un meilleur suivi des évolutions de la compétitivité (en particulier dans les pays participant à la zone euro et au MCE II), (b) la nécessité d'accorder la priorité aux recommandations de réformes structurelles, afin de prendre en compte la situation économique et (c) des mesures visant à mieux rendre compte des effets des cycles économiques, et des cycles des prix des actifs y associés, sur les recettes fiscales.

Le Parlement européen a aussi adopté une résolution sur les dix premières années d'existence de l'UEM (cf. chapitre 6).

La conclusion générale que l'on peut tirer des réflexions sur les dix premières années d'existence de l'UEM est que l'organisation institutionnelle de l'UEM fonctionne bien. Toutefois, pour faire de l'UEM un succès permanent, les responsables politiques devraient prendre l'engagement ferme de poursuivre les objectifs fixés au niveau européen et de mettre énergiquement en œuvre les politiques nécessaires.

1.2 LES QUESTIONS INSTITUTIONNELLES

LE TRAITÉ DE LISBONNE

À la suite de la signature, le 13 décembre 2007, du Traité de Lisbonne par les chefs d'État ou de gouvernement, les États membres ont entamé le processus de ratification conformément à leurs procédures constitutionnelles respectives. À ce jour, 23 États membres ont ratifié le Traité de Lisbonne. L'Allemagne et la Pologne ont presque achevé le processus formel de la ratification. En République tchèque, la ratification parlementaire est toujours en suspens.

En Irlande, le Traité de Lisbonne a fait l'objet d'un référendum contraignant et n'a pas obtenu la majorité. Dans ce contexte, le Conseil européen, lors de sa réunion des 19 et 20 juin 2008, a rappelé que l'objectif du Traité de Lisbonne, qui est « d'aider l'Union élargie à agir plus efficacement et de manière plus démocratique », devrait toujours être poursuivi. Lors de la réunion du Conseil européen des 11 et 12 décembre 2008, les chefs d'État ou de gouvernement ont convenu de donner des « garanties juridiques » à l'Irlande après qu'elle avait rejeté le Traité de Lisbonne. Le gouvernement irlandais s'est engagé à tenter de faire ratifier le Traité de Lisbonne avant la fin du mandat en cours de la Commission européenne.

LES RAPPORTS DE CONVERGENCE

En application de l'article 122 du Traité, la BCE et la Commission européenne ont préparé chacune un rapport de convergence sur les progrès réalisés par la Bulgarie, la République tchèque, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie et la Suède en termes de respect des critères permettant d'intégrer la zone euro. Dans ces rapports de convergence, qui ont été publiés le 7 mai 2008, la situation de la Slovaquie a été examinée de manière un peu plus approfondie que celle des autres pays, les autorités slovaques ayant introduit une demande d'examen compte tenu de leur intention d'adopter l'euro en date du 1^{er} janvier 2009. Sur la base d'une proposition de la Commission, le Conseil Ecofin a décidé,

le 8 juillet 2008, que la Slovaquie remplissait les conditions pour rejoindre la zone euro le 1^{er} janvier 2009 (cf. chapitre 3).

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 sensiblement progressé en 2008. À la fin de l'année, la négociation avait démarré sur 21 chapitres et était provisoirement terminée sur 4. 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, en juin 2006, les négociations sur les chapitres individuels de l'« acquis communautaire ». En décembre 2006, le Conseil européen a décidé de suspendre les pourparlers sur 8 des 35 chapitres du processus d'adhésion à l'UE, et ce en raison de l'absence de progrès au niveau de l'élargissement de l'union douanière aux États membres de l'UE. Les institutions européennes continuent d'évaluer la compatibilité de la législation turque avec l'« acquis communautaire » et progressent en ouvrant les nouveaux chapitres. La BCE a poursuivi son dialogue de haut niveau, entamé de longue date, avec la Banque centrale de la République de Turquie.

Même si l'ancienne république yougoslave de Macédoine a reçu le statut de pays candidat en 2005, elle doit toujours satisfaire un certain nombre de critères institutionnels avant de pouvoir entamer les négociations d'adhésion

à l'UE, dont certains concernent des domaines essentiels des réformes politiques. Les contacts entre les personnels de la BCE et de la Banque nationale de la République de Macédoine sont demeurés assidus.

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 du haut degré d'intégration économique et financière, l'environnement économique mondial affecte nettement 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 important dans le processus de surveillance multilatérale des politiques macroéconomiques au niveau international, qui s'effectue principalement lors des réunions des 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 du G20. L'analyse des évolutions internationales en vue de contribuer à un environnement macroéconomique stable et à des politiques macroéconomiques et financières saines a revêtu une importance particulière en 2008.

En 2008, l'environnement économique international a été largement dominé par les turbulences sur les marchés financiers mondiaux, reflétant la correction brutale des déséquilibres internes et externes qui s'étaient accumulés les années précédentes, ainsi que la matérialisation des risques environnants.

Les problèmes résultant de la concrétisation de ces risques ont rapidement essaimé dans le monde, compte tenu de la nature mondiale des modèles réglementaires, comptables et d'activité, lesquels ont contribué à des pratiques qui se sont révélées opaques et insoutenables par la suite, ainsi que de la force des liens financiers et commerciaux transfrontières. Le choc initial, qui est survenu sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque, a été considérablement amplifié, notamment par le fort levier d'endettement des institutions financières et la sous-évaluation des risques au niveau

mondial. Alors que les épisodes de turbulences ayant affecté les marchés entre août 2007 et septembre 2008 étaient de courte durée et limités à un nombre relativement réduit d'institutions financières, l'émergence de difficultés dans plusieurs institutions très importantes et actives dans le monde entier a causé de profonds remous à partir de septembre 2008. Ceux-ci ont engendré de vives tensions sur les marchés interbancaires et sur d'autres marchés de financement clés, de graves épisodes de tensions dans le secteur bancaire de certains pays, des changements majeurs au niveau des taux de change et des cours du pétrole, un recul sensible des prix des actifs dans le monde ainsi qu'un ralentissement marqué de l'activité réelle (cf. également chapitre 1). Bien que cette crise financière soit née aux États-Unis, un nombre croissant de pays ont été affectés, qu'il s'agisse d'économies de marché développées ou, plus récemment, d'économies émergentes. Plusieurs pays ont demandé l'assistance du FMI (cf. la section ci-après consacrée à l'architecture financière internationale). La fourniture de liquidités aux banques centrales d'autres pays a également été assurée par les grandes banques centrales, en ce compris la BCE et le Système fédéral de réserve. Ainsi, ce dernier a mis en place, fin octobre 2008, des lignes de *swaps* de devises avec les banques centrales de quatre grandes économies ayant une importance systémique considérable (Brésil, Mexique, Corée du Sud et Singapour) en vue de débloquer les marchés monétaires des nations émergentes³.

Les balances courantes ont subi de profondes modifications en 2008 en raison notamment de ces développements. Premièrement, le déficit de la balance courante américaine s'est creusé de 0,7 point de pourcentage pour s'établir à 4,6 % du PIB, traduisant principalement un fléchissement de la demande intérieure⁴. Deuxièmement, certains pays ayant enregistré un surplus de la balance courante ont vu ce

³ Pour de plus amples informations sur les accords de *swap* conclus par la BCE, cf. la section 1 du chapitre 2

⁴ Les chiffres mentionnés dans ce paragraphe proviennent des *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, octobre 2008.

dernier se réduire considérablement : la Chine a affiché un repli de 1,9 point de pourcentage du PIB et le Japon un recul de 0,8 point de pourcentage. Dans le même temps, les pays exportateurs de pétrole ont enregistré une hausse de leur surplus de la balance courante en 2008. Bien que les cours du pétrole aient chuté en fin d'année, ils sont restés supérieurs à leur niveau de 2007 durant l'essentiel de l'année. Parallèlement, le solde courant de la zone euro s'est mué d'un surplus en 2007 en un déficit de 0,5 % du PIB en 2008.

À plusieurs reprises en 2008, l'Eurosystème a insisté sur les risques et les distorsions liés à la persistance de déséquilibres mondiaux. Il a aussi confirmé son plein soutien à une approche concertée visant à garantir un ajustement ordonné de ces déséquilibres. 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 ayant accumulé d'importants excédents du compte de transactions courantes, 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 la manière d'optimiser l'architecture financière internationale (cf. ci-après), auxquelles prennent part la BCE et certaines banques centrales de la zone euro, l'Eurosystème a souligné l'importance de veiller à ce qu'une telle amélioration consolide également la discipline macroéconomique, en plus de promouvoir une discipline sur les marchés financiers. 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.

Enfin, la zone euro elle-même a fait l'objet d'exercices de surveillance internationale. En 2008, tant le FMI que l'OCDE ont procédé à des examens réguliers des politiques monétaire, financière et économique de la zone euro, en plus de leur analyse des pays de la zone euro pris individuellement. Les consultations au titre de l'Article IV du FMI et l'examen par le Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement de l'OCDE ont été l'occasion de discussions fructueuses entre ces organisations internationales et la BCE, la présidence de l'Eurogroupe et la Commission européenne. À la suite de ces discussions, le FMI et l'OCDE ont tous deux rédigé un rapport d'évaluation des politiques de la zone euro⁵.

L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Les turbulences financières ont conduit à un vaste débat sur l'organisation et le fonctionnement du système monétaire et financier international. Lors de leur réunion informelle le 7 novembre 2008 à Bruxelles, les chefs d'État ou de gouvernement de l'UE ont accepté de coordonner leurs réponses face à la crise financière et de mettre en œuvre des principes communs sous-tendant un nouveau système financier international. Le 15 novembre, les dirigeants des pays du G20 se sont réunis à Washington, D.C. pour leur tout premier sommet consacré aux marchés financiers et à l'économie mondiale. Ils ont appelé à l'adoption de mesures dans les domaines de la réglementation financière et des politiques macroéconomiques et ont souligné leur engagement au libre-échange. Le travail de suivi de ce sommet est assuré par quatre groupes de travail qui font rapport aux suppléants des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G20, lesquels ont préparé la réunion des ministres et des gouverneurs au printemps 2009.

5 FMI : *Euro area policies: 2008 Article IV consultation – staff report* (Rapport des services du FMI sur les politiques de la zone euro), août 2008 ; OCDE : *Étude économique de la zone euro*, janvier 2009

En réponse à des demandes émanant des membres du FMI, des changements concrets ont été apportés aux facilités de financement du Fonds. Un nouvel instrument de financement a été créé en octobre, la facilité de liquidité à court terme. Son objectif est de permettre de décaisser rapidement des financements au profit de pays dotés de solides politiques économiques, présentant un bilan positif en la matière et qui se trouvent confrontés à des problèmes de liquidité temporaires sur les marchés mondiaux des capitaux. En outre, le Fonds a procédé à un examen des divers aspects de son rôle de prêteur. Il a par ailleurs accordé un financement à certains pays membres, dont le Bélarus, la Hongrie, l'Islande, la Lettonie, le Pakistan et l'Ukraine, dans le cadre de ses accords de confirmation réguliers.

Les efforts entrepris pour réformer le FMI se sont poursuivis en 2008. Les domaines de réforme clés sont notamment la surveillance du FMI, son rôle de prêteur, sa gouvernance (y compris les quotes-parts et les voix) ainsi que le cadre de ses revenus et de ses dépenses. Un accord sur ces questions a été recherché au moyen de discussions qui ont eu lieu non seulement au sein du FMI mais également dans différentes instances internationales, telles que le G7 et le G20. Le SEBC et l'Eurosystème ont joué leur rôle en suivant et en contribuant, le cas échéant, aux discussions sur ces questions.

À la suite de l'introduction mi-2007 d'une nouvelle décision relative à la surveillance bilatérale des politiques des pays membres, le Fonds s'est concentré sur la mise en œuvre de cette dernière dans le cadre des consultations régulières de ses membres au titre de l'Article IV. La nouvelle décision entend accorder une plus grande attention aux effets de contagion entre pays en recourant au concept de la stabilité externe comme principe organisationnel de surveillance. La stabilité externe est définie par rapport au taux de change, dont l'analyse devient par conséquent une composante clé du processus de surveillance. En octobre, le Fonds a adopté son premier « Statement of surveillance priorities », qui oriente la surveillance du FMI

jusqu'en 2011. Cette déclaration identifie quatre grandes priorités pour ce qui est de la surveillance du Fonds : résoudre les tensions sur les marchés financiers, renforcer le système financier mondial, s'ajuster aux variations brutales des prix des produits de base et favoriser une réduction ordonnée des déséquilibres mondiaux. Pour ce faire, le Fonds entend renforcer ses mécanismes de mise en garde rapide contre les risques et les facteurs de vulnérabilité, par le biais notamment de l'analyse des liens macrofinanciers, et étendre son analyse de vulnérabilité aux économies avancées. Le Fonds a aussi continué à prêter une attention toute particulière aux questions ayant trait au secteur financier et aux leçons politiques y afférentes ainsi qu'à améliorer sa collaboration avec le Forum de stabilité financière.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs du FMI s'est accordé sur une réforme approfondie des quotes-parts et des voix, qui prévoit essentiellement une nouvelle formule pour le calcul des quotes-parts, une deuxième série d'augmentations *ad hoc* des quotes-parts conformément à la nouvelle formule, un triplement des voix de base pour accroître le poids des pays à faible revenu ainsi qu'un administrateur suppléant supplémentaire pour les deux sièges africains au Conseil d'administration. Les deux principaux objectifs de la réforme étaient de réaligner les quotes-parts proportionnellement au poids et au rôle relatifs des États membres dans l'économie mondiale et d'accroître la représentation et la participation au FMI des pays à faible revenu. Les travaux relatifs à la gouvernance du FMI se poursuivront sur la base notamment du rapport 2008 du Bureau indépendant d'évaluation du Fonds (*Independent Evaluation Office*) et du rapport du Comité des personnes éminentes sur la réforme de la gouvernance du FMI, qui sera publié au printemps 2009.

Le Conseil des gouverneurs du FMI a également approuvé des mesures devant permettre à l'institution de reposer sur des bases financières plus saines. En ce qui concerne les revenus, le Fonds s'appuiera à l'avenir sur des sources

de revenus plus larges et plus soutenables. Ceci implique un élargissement du pouvoir d'investissement du Fonds ainsi que la constitution d'une dotation financée à partir du produit de la vente d'un stock limité d'or, conformément à l'accord sur les avoirs en or des banques centrales. S'agissant des dépenses, la prise en compte du mandat essentiel du Fonds et une définition minutieuse des priorités sont à la base d'un nouveau cadre des dépenses, lequel entraîne des réductions budgétaires substantielles. En outre, l'adéquation des ressources du FMI fait actuellement l'objet de discussions dans le contexte des turbulences financières.

Le Forum de stabilité financière a apporté une contribution importante au renforcement de la résilience du système financier mondial en facilitant la coordination des diverses initiatives nationales et internationales et en surveillant leur mise en œuvre dans les meilleurs délais. Il a également formulé des recommandations et contrôlé leur application dans cinq domaines clés, à savoir la surveillance prudentielle, la transparence et la valorisation, les notations de crédit, la réactivité des autorités face aux risques et les dispositions prises pour faire face aux tensions affectant le système financier.

La promotion de la prévention des crises et d'une résolution ordonnée de celles-ci figure aussi en bonne place parmi les objectifs de la communauté financière internationale. Ainsi, de nouveaux progrès ont été enregistrés dans la mise en œuvre des principes pour des flux de capitaux stables et une restructuration équitable de la dette dans les marchés émergents, qui ont été approuvés en 2004 par les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale du G20. L'objectif de ces principes à caractère facultatif et fondés sur le marché, est de donner des orientations pour le comportement des émetteurs souverains et de leurs créanciers privés en ce qui concerne le partage d'informations, le dialogue et la coopération renforcée. Un nombre croissant d'institutions financières et de pays émetteurs ont exprimé leur soutien aux

principes et ont montré un intérêt particulier pour l'avancement de leur mise en œuvre. Lors de sa dernière réunion à Washington, D.C. en octobre 2008, le *Group of Trustees* comprenant 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.

Une autre initiative liée aux marchés financiers prise en 2008 a été l'établissement des Principes de Santiago par le Groupe de travail international sur les fonds souverains. Approuvés conjointement par les fonds souverains des économies avancées, émergentes et en développement, ces principes sont le fruit d'un effort commun visant à créer un cadre global afin de mieux comprendre leurs opérations. L'objectif de ces principes, qui ont un caractère facultatif, est de renforcer le rôle stabilisateur joué par les fonds souverains sur les marchés financiers et d'aider à maintenir la libre circulation des investissements transfrontières. L'OCDE fournit des orientations quant aux politiques des pays bénéficiaires eu égard aux investissements réalisés par les fonds souverains.

2.2 LA COOPÉRATION AVEC DES PAYS HORS UE

L'Eurosystème a continué à développer ses activités internationales au sein de la communauté des banques centrales hors UE par l'organisation de séminaires et d'ateliers. De plus, l'assistance technique fournie par l'Eurosystème demeure un outil important afin de renforcer la capacité administrative des banques centrales, 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 la Chine, l'Inde et la Russie.

La BCE a poursuivi le renforcement de ses relations avec les pays des Balkans occidentaux. Le 1^{er} septembre 2008, la BCE et 17 BCN de l'UE⁶ ont débuté un programme d'assistance technique de neuf mois avec la Banque nationale de Serbie. Financé par l'Agence européenne pour la reconstruction, ce programme fournira à la Banque nationale de Serbie 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'UE. Les domaines couverts seront le contrôle 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 coopération technique avec la Banque de Russie s'est intensifiée à la suite du lancement le 1^{er} avril 2008 d'un nouveau programme de coopération entre banques centrales, financé par la Commission européenne. Ce programme implique la BCE en partenariat avec la Deutsche Bundesbank, la Banque de Grèce, la Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Nederlandsche Bank, la Oesterreichische Nationalbank, la Suomen Pankki/Finlands Bank, en coopération avec Rahoitustarkastus (l'autorité finlandaise de surveillance financière). L'objectif de ce programme, qui s'achèvera en décembre 2010, est de partager les connaissances et les expériences de l'UE avec la Banque de Russie dans le domaine de l'audit interne et de l'aider dans la mise en œuvre progressive des principes de Bâle II dans le cadre de surveillance bancaire.

Le cinquième séminaire de haut niveau de l'Eurosystème, avec des gouverneurs de banque centrale des pays partenaires de l'UE dans le bassin méditerranéen – co-organisé par la BCE et la Banque centrale d'Égypte – s'est tenu à Alexandrie les 26 et 27 novembre 2008. Les gouverneurs ont passé en revue les récents

développements économiques et financiers dans la région et ont discuté des stratégies de politique monétaire, des régimes de taux de change ainsi que des questions relatives au secteur bancaire dans les pays méditerranéens. Des représentants de la BCE ont également participé à une série de réunions portant sur des thèmes économiques et financiers dans le cadre du Processus de Barcelone : Union pour la Méditerranée.

La poursuite de la coopération avec la Banque centrale d'Égypte a conduit, le 1^{er} janvier 2009, au lancement d'un nouveau programme d'une durée de trois ans, financé par la Commission européenne. Il impliquera des experts 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 poursuit trois objectifs principaux : préparer des directives qui aideront la Banque centrale d'Égypte à établir de nouvelles réglementations conformes au régime de base de Bâle II, finaliser les réglementations et organiser leur mise en œuvre, mettre en place un nouveau dispositif de rapportage des données des banques à la Banque centrale d'Égypte pour que les nouvelles réglementations puissent être appliquées.

Un séminaire de haut niveau de l'Eurosystème, co-organisé par la BCE et la Deutsche Bundesbank, s'est tenu pour la première fois à Mayence les 11 et 12 mars 2008 avec les gouverneurs des banques centrales et des agences monétaires des États membres du Conseil de coopération des États arabes du Golfe (CCG)⁷. Les discussions se sont concentrées sur les développements et les structures économiques dans les pays du CCG ainsi que sur le rôle de ce dernier dans l'économie mondiale, en ce qui concerne plus particulièrement les domaines

6 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

7 Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, Arabie Saoudite et Émirats arabes unis

monétaire et financier ainsi que l'énergie et le commerce.

La BCE, la Banque populaire de Chine et la Banca d'Italia ont organisé conjointement le quatrième séminaire de haut niveau des banques centrales de la région Asie de l'Est-Pacifique et de la zone euro à la Banca d'Italia à Rome les 26 et 27 juin. L'objet de ce séminaire était de procéder à un échange de vues sur des questions auxquelles font face les décideurs des deux régions, comme les turbulences financières, les déséquilibres mondiaux et les prévisions de croissance.

En 2008, la BCE a continué à approfondir ses relations avec la Banque populaire de Chine. Le Protocole d'accord signé par les deux institutions en 2002 a été renouvelé en 2008. La coopération s'est considérablement intensifiée ces dernières années, comme en témoignent la tenue de réunions de haut niveau et une coopération renforcée entre les personnels. Le président de la BCE et le gouverneur de la Banque populaire de Chine se sont rencontrés le 5 septembre à la BCE.



L'ancien Président de la République italienne Carlo Azeglio Ciampi (à droite) et Jean-Claude Trichet se rendent à la cérémonie de célébration du dixième anniversaire de la BCE à l'Alte Oper de Francfort, le 2 juin 2008

CHAPITRE 6

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 rende compte de ses actes auprès des citoyens et de leurs représentants élus. S'agissant d'une banque centrale indépendante, le principe de responsabilité peut être interprété comme l'obligation d'expliquer et de justifier ses décisions auprès des citoyens et de leurs représentants politiques. Cette responsabilité est par conséquent une contrepartie importante de l'indépendance de la banque centrale.

Depuis sa création, la BCE a toujours reconnu l'importance fondamentale de ses obligations de responsabilité s'agissant des décisions de politique monétaire. Répondant aux exigences définies par le Traité, elle a entretenu à cet effet un dialogue régulier avec les citoyens de l'UE et le Parlement européen. L'engagement de la BCE en ce domaine est encore illustré par le grand nombre de publications parues en 2008 et les nombreux discours prononcés par les membres du Conseil des gouverneurs au cours de l'année.

Le Traité impose à la BCE un certain nombre d'obligations d'information, dont celle de la publication d'un bulletin trimestriel, d'une situation financière hebdomadaire et d'un Rapport annuel. Dans les faits, la BCE va au-delà de ces exigences statutaires, notamment en publiant un *Bulletin mensuel* (et non uniquement un trimestriel, comme cela lui est imposé) et en tenant des conférences de presse mensuelles à l'issue de la première réunion du Conseil des gouverneurs de chaque mois.

Le Parlement européen, dans la mesure où il tire sa légitimité directement des citoyens de

l'UE, a continué de jouer un rôle primordial en imposant à la BCE de rendre compte. Conformément aux dispositions du Traité, le président a présenté en 2008 le *Rapport annuel 2007* de la BCE au Parlement européen réuni en session plénière. Le président a également continué de rendre compte régulièrement de la politique monétaire de la BCE et de ses autres missions lors des auditions trimestrielles devant la Commission économique et monétaire du Parlement européen. De plus, 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 ont aussi été auditionnés à plusieurs reprises par le Parlement européen. Le vice-président a présenté à la Commission économique et monétaire le *Rapport annuel 2007* de la BCE. Gertrude Tumpel-Gugerell a été auditionnée deux fois par la Commission pour informer ses membres des évolutions récentes dans le domaine de la compensation et du règlement livraison de titres et du projet TARGET2-Titres de l'Eurosystème. Jürgen Stark a présenté à la Commission le Rapport sur la convergence de la BCE pour l'année 2008 et participé à un débat sur l'entrée de la Slovaquie dans la zone euro. Lorenzo Bini Smaghi a participé à une table ronde organisée par la Commission sur les dix premières années de l'UEM et sur les défis à venir.

En outre, des discussions entre les experts de la BCE et des membres du Parlement européen ont porté sur des domaines dans lesquels la BCE possède une expertise particulière (contrefaçon de l'euro, exigences de fonds propres et statistiques, par exemple). Conformément aux pratiques établies, une délégation de la Commission économique et monétaire s'est rendue à la BCE pour procéder à des échanges de vues avec les membres du Directoire sur diverses questions. La BCE a également continué de répondre spontanément aux questions écrites soumises par des membres du Parlement européen sur des sujets relevant de son domaine de compétence.

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 RÉOLUTION DU PARLEMENT EUROPÉEN RELATIVE AU RAPPORT ANNUEL DE LA BCE POUR L'ANNÉE 2007

Conformément aux pratiques établies, le Parlement européen a adopté le 9 juillet 2008 une résolution d'initiative sur le *Rapport annuel* de la BCE pour l'année 2007. Dans sa résolution, le Parlement européen a reconnu la pleine indépendance de la BCE et a admis que la publication des procès-verbaux des réunions du Conseil des gouverneurs pourrait susciter des pressions politiques sur les membres du Conseil. La résolution a également reconnu le travail excellent fourni par la BCE dans la gestion des turbulences financières et a souligné le fait que les principales banques centrales, y compris la BCE, avaient mis en garde contre une sous-estimation des risques avant le début de la crise financière. En outre, la résolution a mis l'accent sur les avantages de la stratégie monétaire à deux piliers de l'Eurosystème.

LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE

Le Parlement européen et la BCE ont poursuivi un dialogue étroit sur les sujets portant sur la réglementation financière. Dans ses résolutions relatives à cette question, le Parlement européen a appelé à des exigences en fonds propres contracycliques appropriées pour toutes les entités intervenant sur les marchés de capitaux. Le Parlement européen a également mis en avant la nécessité d'une information et d'un traitement comptable adaptés concernant les éléments hors bilan, et a sollicité une information plus abondante et plus complète sur les produits financiers complexes et le processus de titrisation. S'agissant des agences de notation, le Parlement a recommandé l'instauration d'un mécanisme de comparaison à l'échelle de l'UE, et demandé des mesures permettant d'améliorer la transparence des méthodes de notation ainsi que les systèmes d'assurance de la qualité.

Au cours de son audition lors de la réunion commune du Parlement européen et des parlements nationaux le 23 janvier 2008, le président de la BCE a souligné que la complexité croissante des instruments financiers et le manque de clarté en ce qui concerne l'exposition des institutions financières pourraient renforcer l'incertitude quant au degré de risque attaché à ces instruments et au porteur final du risque, ce qui pourrait déclencher une contagion plus généralisée. Le président a mis l'accent sur la nécessité de développer la transparence et de rendre le cadre réglementaire plus contracyclique. Il a également invité les institutions financières à améliorer leurs pratiques de gestion du risque. À plusieurs reprises, le président a souligné la nécessité d'une mise en œuvre rapide de la feuille de route stratégique adoptée par le Conseil Ecofin qui définit les mesures nécessaires pour faire face aux turbulences financières.

LE CADRE DE L'UE POUR LA SUPERVISION ET LA STABILITÉ FINANCIÈRES

Le cadre de l'UE pour la supervision et la stabilité financières a également occupé une place importante dans les discussions entre la BCE et le Parlement européen. Dans ses différentes résolutions sur cette question, le Parlement européen a relevé que la surveillance financière en Europe n'avait pas suivi le rythme de l'intégration des marchés de capitaux de l'UE. En conséquence, il a mis en avant la nécessité de créer des « collèges de contrôleurs » pour les plus grands groupes financiers internationaux, et de renforcer et clarifier le statut et la responsabilité des comités de Niveau 3 du cadre Lamfalussy (cf. chapitre 4 section 2 pour plus de précisions sur le dispositif Lamfalussy). Le Parlement européen a également invité la BCE et le SEBC à jouer un rôle plus actif dans le développement et la mise en œuvre des politiques de l'UE en matière de surveillance macroprudentielle et de stabilité financière, et a demandé que les autorités de surveillance et les banques centrales fournissent à la BCE, par l'intermédiaire du Comité de la surveillance bancaire, les informations microprudentielles nécessaires. Enfin, le Parlement a recommandé

l'adoption de mesures législatives visant à améliorer la prévention et les dispositifs de gestion des crises.

Lors de ses auditions devant le Parlement, le président de la BCE a mis l'accent sur la nécessité d'exploiter davantage les possibilités du cadre Lamfalussy et d'appliquer rapidement les décisions prévues par la feuille de route concernant le réexamen du processus Lamfalussy. Le président a également appelé à une mise en œuvre rapide des mesures inscrites sur la feuille de route consacrée au renforcement des dispositifs de l'UE relatifs à la stabilité financière. Il a notamment souligné l'importance d'une interaction fluide et d'un échange d'informations approprié entre les autorités de contrôle et les banques centrales.

LES DIX ANS DE L'UEM

Le Parlement européen a également participé au débat sur les dix premières années de l'UEM (cf. encadré 12). Le 18 novembre 2008, il a adopté une résolution dans laquelle il présente son point de vue selon lequel la première décennie de l'UEM a constitué une réussite, la monnaie unique ayant renforcé la stabilité économique et l'intégration des économies de la zone euro. Cependant, le Parlement a estimé qu'il restait encore beaucoup à faire avant de récolter pleinement les fruits de l'UEM, notamment dans la poursuite des réformes structurelles et de politiques budgétaires saines.

Le président de la BCE a convenu que les réformes structurelles et des politiques budgétaires prudentes étaient essentielles au bon fonctionnement de l'UEM. Il a également exprimé ses inquiétudes face au ralentissement de la mise en œuvre des réformes structurelles et des efforts d'assainissement budgétaire.



Jean-Claude Trichet découpe le gâteau au cours de la cérémonie marquant le dixième anniversaire de la BCE à l'Alte Oper de Francfort, le 2 juin 2008. De gauche à droite : José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichet, Hans-Gert Pötering, Gretta Duisenberg, Janez Janša

CHAPITRE 7

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 6.

L'idée, introduite en 1999, d'expliquer en temps réel, de façon régulière et en détail, la politique monétaire de la BCE, son diagnostic et ses décisions, constitue une approche exceptionnellement ouverte et transparente de la communication d'une banque centrale. Les décisions de politique monétaire sont expliquées lors d'une conférence de presse tenue immédiatement à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle ces décisions ont été prises. Le président prononce une déclaration introductive détaillée lors de la conférence de presse, 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, au même titre 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 des communiqués de presse annonçant les décisions de politique monétaire, les projections macroéconomiques⁴, 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, pour lequel il existe une dérogation au niveau de l'UE.

2 À l'exception de l'irlandais (par dérogation de l'UE) et du maltais (par un 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 disposent de différents niveaux de compréhension de la finance et de l'économie. En conséquence, son mandat et ses décisions sont expliqués au travers d'un ensemble d'actions et d'outils de communication qui sont améliorés en permanence afin de les rendre 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 contribue ainsi au respect de 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.

Tous les membres du Conseil des gouverneurs contribuent directement à mieux faire connaître et comprendre au public les missions et les politiques de l'Eurosystème par le biais d'auditions devant le Parlement européen et les parlements nationaux, d'allocutions publiques et d'interviews accordées aux médias. En 2008, le président de la BCE est intervenu à cinq reprises devant le Parlement européen. Cette même année, les membres du Directoire ont prononcé environ 300 allocutions devant des publics très divers, accordé quelque 200 interviews aux médias et publié également 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 2008, la BCE a organisé douze 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 et le Centre européen de journalisme. Pour la première fois, l'un de ces séminaires a été organisé à l'occasion d'une réunion du Conseil des gouverneurs à l'extérieur, qui s'est déroulée le 4 décembre à Bruxelles.

La BCE a accueilli quelque 14 000 visiteurs dans ses locaux de Francfort en 2008. Ces visiteurs ont reçu directement des informations sous la forme de présentations données par des experts et des cadres dirigeants de la BCE. Les lycéens, les étudiants et les professionnels de la finance ont constitué la majorité des visiteurs.

Tous les documents publiés par la BCE et ses diverses activités sont présentés sur le site internet de la BCE. En 2008, le site a reçu 18 millions de visites (soit 20 % de plus que l'année passée), avec 126 millions de pages consultées et 25 millions de documents téléchargés. En 2008, la BCE a traité quelque 60 000 demandes d'information du public concernant différents aspects de ses activités, de ses politiques et de ses décisions.

En 2008, la BCE a concentré ses activités de communication sur l'explication des événements liés aux turbulences sur les marchés de capitaux et de leurs conséquences, ainsi que des mesures adoptées par la BCE et l'Eurosystème. Un quart de l'ensemble des discours prononcés par les membres du Directoire et un tiers des communiqués de presse de la BCE portaient sur ce sujet et se sont concentrés sur le second semestre 2008. Il a été constaté une augmentation du nombre d'avis émis par la BCE relatifs aux mesures budgétaires et réglementaires prises par les différents États membres de l'UE. Le nombre de demandes d'information émanant des

médias, du grand public et des visiteurs au sujet des turbulences sur les marchés de capitaux et des mesures prises par l'Eurosystème a également connu une augmentation significative. La section consacrée aux opérations d'*open market* sur le site internet de la BCE a été étoffée pour répondre à la demande croissante d'information, avec la mise en place d'informations actualisées en permanence relatives aux opérations d'appels d'offres dans le cadre de la politique monétaire et la publication de données concernant l'ensemble des opérations de marché effectuées depuis 1999.

Le 1^{er} juin 2008, à l'occasion de son dixième anniversaire, la BCE a ouvert ses portes au grand public. Des visites guidées des locaux, des ateliers, des expositions et des jeux ont été organisés pour les 1 400 visiteurs présents ce jour-là.

Les journées culturelles de la BCE, organisées en 2008 en collaboration avec l'ensemble des banques centrales du SEBC, ont été consacrées à l'UE. À cette occasion ont été présentées des contributions artistiques de chacun des vingt-sept États membres de l'UE. Les journées culturelles ont été programmées de manière à coïncider avec les célébrations du dixième anniversaire de la BCE, auxquelles ont assisté les chefs d'État et de gouvernement de l'UE ainsi qu'un certain nombre de personnalités ayant apporté une contribution majeure à la mise en place de l'UEM. Une édition spéciale du *Bulletin mensuel* a été publiée, fournissant une vue d'ensemble des dix premières années de l'UEM et une analyse des défis à venir. La cinquième Conférence des banques centrales organisée par la BCE s'est déroulée à Francfort les 13 et 14 novembre 2008 sur le thème « L'euro à dix : Enseignements et défis » et a réuni banquiers centraux, universitaires, intervenants de marché et médias du monde entier.

En 2008, la BCE a organisé, en collaboration avec la Národná banka Slovenska, une campagne d'information en vue de préparer l'introduction de l'euro en Slovaquie le 1^{er} janvier 2009. Le logo « € Our money », développé par l'Eurosystème, a été utilisé dans toutes les opérations de communication menées

à l'occasion du passage à l'euro en Slovaquie. Cette campagne, analogue à celle organisée pour l'entrée de la Slovaquie, de Chypre et de Malte dans la zone euro, visait à familiariser les professionnels manipulant régulièrement des espèces et le grand public avec l'aspect visuel et les signes de sécurité des billets et des pièces en euros, ainsi qu'avec les procédures du passage à l'euro fiduciaire (cf. chapitre 3). En prévision du lancement de la deuxième série de billets en euros dans les années à venir, une campagne de communication est en cours d'élaboration dans les banques centrales de l'Eurosystème.



Un panel d'intervenants lors de la cinquième Conférence des banques centrales, les 13 et 14 novembre 2008

CHAPITRE 8

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 Conseil des gouverneurs a adopté le terme d'« Eurosystème » afin de permettre une meilleure compréhension de la structure de l'activité de banque centrale dans la zone euro. Ce terme renvoie à la notion d'identité partagée, de travail d'équipe et de coopération de l'ensemble de ses membres. Le terme d'« Eurosystème » figure dans le traité de Lisbonne¹.

Le SEBC se compose de la BCE et des BCN de tous les États membres de l'UE (au nombre de vingt-sept depuis le 1^{er} janvier 2007), il inclut donc 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 leurs missions respectives soient remplies, soit par ses activités propres, soit par l'intermédiaire des BCN. Elle est dotée de la personnalité juridique de droit public international.

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

¹ Pour plus d'informations sur le traité de Lisbonne, cf. la section 1.2 du chapitre 5

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 respectifs². La prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée. Cependant, la BCE et les BCN de la zone euro contribuent ensemble, sur le plan stratégique et opérationnel, à la réalisation des objectifs communs 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 correspondantes, la seconde étant généralement vouée aux questions relatives aux autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème. En 2008, deux réunions se sont tenues en dehors de Francfort, l'une étant organisée par la Banque de Grèce à Athènes et l'autre par la Banque nationale de Belgique à Bruxelles.

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 gouverneurs a décidé de maintenir son système de vote actuel³ et d'instaurer un système de rotation seulement lorsque le nombre de gouverneurs des BCN de la zone euro (les gouverneurs) sera supérieur à 18⁴. Cette décision a été motivée par l'augmentation du nombre de gouverneurs au sein du Conseil des gouverneurs, qui a été porté à seize en raison de l'adoption de l'euro par la Slovaquie le 1^{er} janvier 2009. Parallèlement, le Conseil des gouverneurs a défini les principaux aspects relatifs à la mise en œuvre du système

2 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, la décision BCE/2004/12 du 17 juin 2004 adoptant le règlement intérieur du Conseil général de la BCE, JO L 230 du 30.06.2004, et la décision BCE/1999/7 du 12 octobre 1999 concernant le règlement intérieur du Directoire de la BCE, JO L 314 du 08.12.1999. Ces textes peuvent également être consultés sur le site internet de la BCE.

3 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 soit supérieur à dix-huit.

4 Cf. le communiqué de presse du 18 décembre 2008 et la décision BCE/2008/29 de différer l'application du système de rotation au sein du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne

de rotation⁵ applicable dès que le nombre de gouverneurs sera supérieur à dix-huit. Après avoir examiné un certain nombre de modèles, le Conseil des gouverneurs a opté pour le modèle de rotation suivant : les gouverneurs exerceront leur droit de vote en alternance pendant une durée d'un mois. Le nombre de gouverneurs concernés par la rotation sera établi en calculant la différence entre le nombre de gouverneurs et le nombre de votes alloué à chaque groupe moins deux, en retenant la valeur absolue en cas de nombre négatif. Grâce à ce modèle de rotation, les périodes durant lesquelles des gouverneurs ne disposent pas du droit de vote sont courtes et la composition du collège des gouverneurs exerçant leur droit de vote demeure relativement stable⁶.

- 5 Le 19 décembre 2002, le Conseil des gouverneurs a décidé d'un système de rotation selon lequel les gouverneurs des BCN exerceront leur droit de vote selon une fréquence différente en fonction d'un indicateur de la taille relative de l'économie de leur pays au sein de la zone euro. Sur la base de cet indicateur, ils seront répartis en plusieurs groupes. Cette répartition détermine la fréquence selon laquelle les gouverneurs des BCN peuvent exercer leur droit de vote. Au départ, il existera deux groupes. Dès que la zone euro comptera vingt-deux pays, il y aura trois groupes. Pour une description du système de rotation, cf. également le communiqué de presse du 20 décembre 2002 à l'adresse suivante : <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/index.en.html>
- 6 Le modèle de rotation sera instauré formellement par une décision de la BCE amendant la décision BCE/2004/2 du 19 février 2004 adoptant le règlement intérieur de la Banque centrale européenne ; de plus amples détails seront disponibles dans un article du *Bulletin mensuel* de la BCE à paraître.

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

Nicholas C. Garganas

Gouverneur, Banque de Grèce
(jusqu'au 13 juin 2008)

José Manuel González-Páramo

Membre du Directoire de la BCE

Tony Grimes

Gouverneur en charge, Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(du 19 juillet au 19 septembre 2008)

John Hurley

Gouverneur, Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland
(du 1^{er} janvier au 18 juillet 2008 et
à compter du 20 septembre 2008)

Marko Kranjec

Gouverneur, Banka Slovenije

Klaus Liesbcher

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank
(jusqu'au 31 août 2008)

Erkki Liikanen

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank
(à compter du 1^{er} septembre 2008)

Christian Noyer

Gouverneur, Banque de France

Athanasios Orphanides

Gouverneur, Banque centrale de Chypre

George A. Provopoulos

Gouverneur, Banque de Grèce
(à compter du 20 juin 2008)

Guy Quaden

Gouverneur, Banque nationale de Belgique

Ivan Šramko⁷

Gouverneur, Národná banka Slovenska
(à compter du 1^{er} janvier 2009)

Jürgen Stark

Membre du Directoire de la BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Membre du Directoire de la BCE

Panayotis-Aristidis Thomopoulos

Gouverneur en charge, Banque de Grèce
(du 14 juin au 19 juin 2008)

Axel A. Weber

Président, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Président, De Nederlandsche Bank

Au premier rang

(de gauche à droite) :

John Hurley,
Michael C. Bonello,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos,
Miguel Fernández Ordóñez,
Yves Mersch

Au deuxième rang (de gauche à droite) :

Christian Noyer,
Marko Kranjec,
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio,
George A. Provopoulos,
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

Au troisième rang (de gauche à droite) :

Ivan Šramko,
José Manuel González-Páramo,
Axel A. Weber, Nout Wellink,
Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,
Jürgen Stark

Note:

Mario Draghi et Athanasios Orphanides
n'ont pu assister à la réunion lors de
laquelle la photo a été prise.

⁷ En 2008, le gouverneur de la Národná banka Slovenska a assisté aux réunions du Conseil des gouverneurs en qualité « d'invité spécial » suite à la décision du Conseil Ecofin du 8 juillet 2008 d'abroger la dérogation de la Slovaquie à compter du 1^{er} janvier 2009.

1.3 LE DIRECTOIRE

Le Directoire se compose du président et du vice-président de la BCE et de quatre autres membres, nommés d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres ayant adopté l'euro. Les principales responsabilités du Directoire, qui se réunit en règle générale une fois par semaine, sont les suivantes :

- préparer les réunions du Conseil des gouverneurs ;
- mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro, conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par

le Conseil des gouverneurs et, dans ce cadre, donner les instructions nécessaires aux BCN de la zone euro ;

- assurer la gestion des affaires courantes de la BCE ;
- exercer certains pouvoirs, y compris de nature réglementaire, qui lui sont délégués par le Conseil des gouverneurs.

Le Directoire est secondé par un Comité de gestion pour les questions relevant de la gestion de la BCE, de son orientation stratégique et de la procédure budgétaire annuelle. Ce Comité de gestion se compose d'un membre du Directoire, qui en est le président, et d'un certain nombre de responsables de haut niveau.

**Au deuxième rang
(de gauche à droite) :**

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

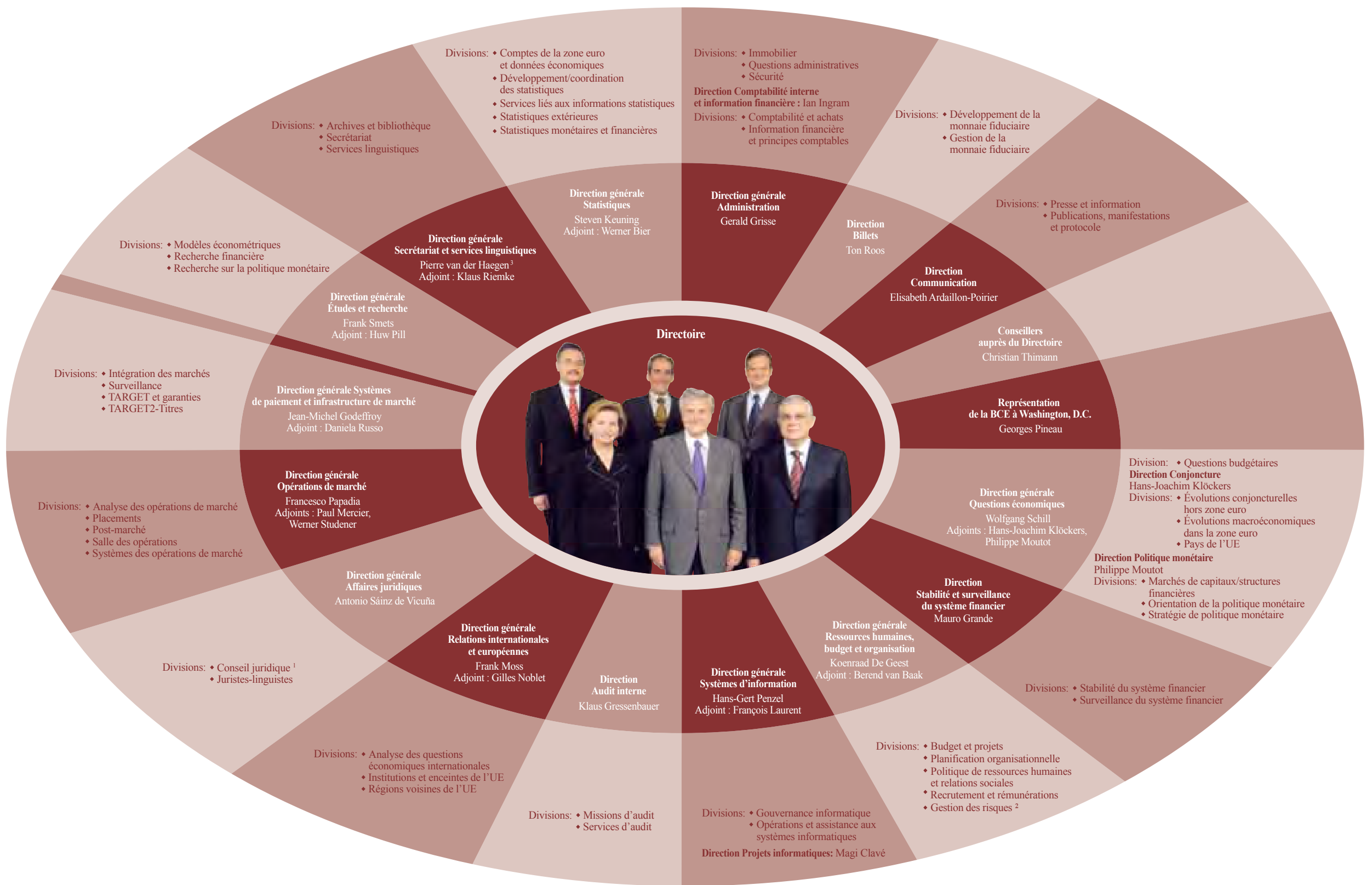
**Au premier rang
(de gauche à droite) :**

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 2008, le Conseil général s'est réuni à cinq reprises.

Au premier rang (de gauche à droite):

Marko Kranjec,
John Hurley,
Michael C. Bonello,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos,
Miguel Fernández Ordóñez,
Yves Mersch, Christian Noyer

Au deuxième rang (de gauche à droite) :

Ivan Šramko,
George A. Protopoulos,
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny,
Reinoldijus Šarkinas, Stefan Ingves



Au troisième rang (de gauche à droite):

Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,
Guy Quaden, Ivan Iskrov,
Nils Bernstein, Andres Lipstok,
Sławomir Skrzypek, András Simor

Note: Mario Draghi et
Mugur Constantin Isărescu 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

Nicholas C. Garganas

Gouverneur, Banque de Grèce
(jusqu'au 13 juin 2008)

Tony Grimes

Gouverneur en charge, Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(du 19 juillet au 19 septembre 2008)

John Hurley

Gouverneur, Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(du 1^{er} janvier au 18 juillet 2008 et à compter
du 20 septembre 2008)

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

Klaus Liebscher

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank
(jusqu'au 31 août 2008)

Erkki Liikanen

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Gouverneur, Eesti Pank

Yves Mersch

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank
(à compter du 1^{er} septembre 2008)

Christian Noyer

Gouverneur, Banque de France

Athanasios Orphanides

Gouverneur, Banque centrale de Chypre

George A. ProvopoulosGouverneur, Banque de Grèce
(à compter du 20 juin 2008)**Guy Quaden**

Gouverneur, Banque nationale de Belgique

Ilmārs Rimšēvičs

Gouverneur, Latvijas Banka

Reinoldijus ŠarkinasPrésident du Conseil d'administration,
Lietuvos bankas**András Simor**

Gouverneur, Magyar Nemzeti Bank

Sławomir Skrzypek

Président, Narodowy Bank Polski

Ivan Šramko

Gouverneur, Národná banka Slovenska

Panayotis-Aristidis ThomopoulosGouverneur en charge, Banque de Grèce
(du 14 juin au 19 juin 2008)**Zdeněk Tůma**

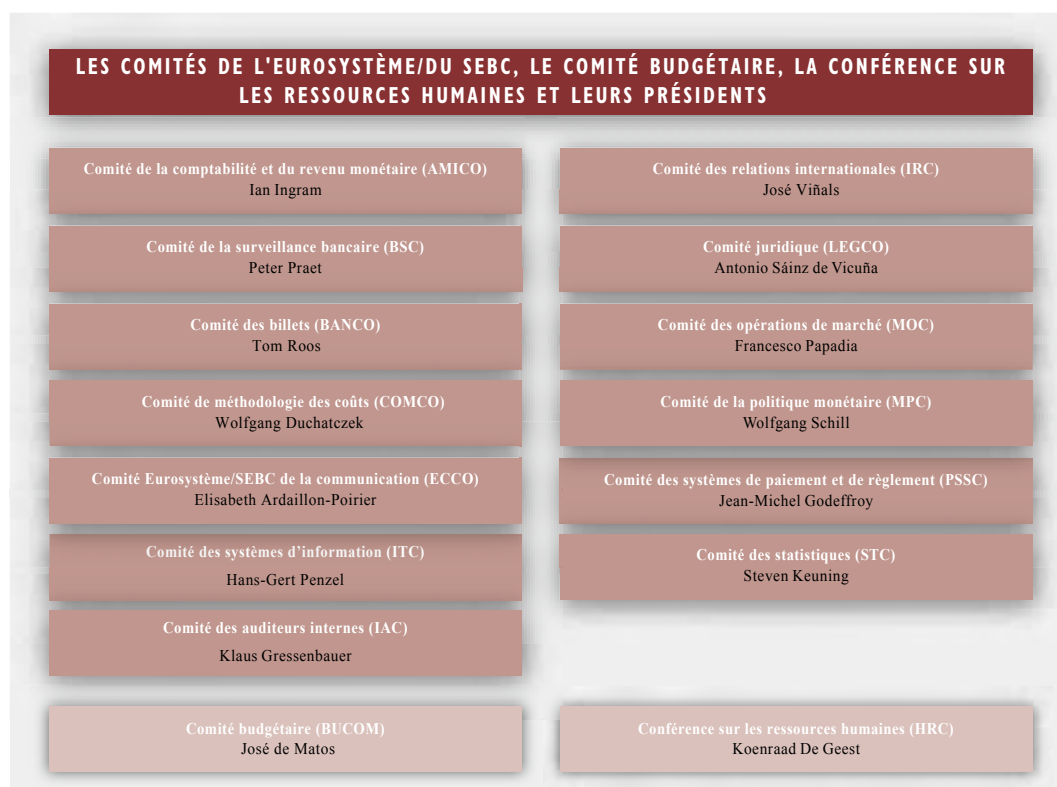
Gouverneur, Česká národní banka

Axel A. Weber

Président, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Président, De Nederlandsche Bank

1.5 LES COMITÉS DE L'EUROSYSTÈME/DU SEBC, LE COMITÉ BUDGÉTAIRE, LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES ET LE COMITÉ DE PILOTAGE INFORMATIQUE DE L'EUROSYSTÈME

Les comités de l'Eurosystème/du SEBC ont continué de jouer un rôle important d'assistance aux organes de décision de la BCE dans l'accomplissement de leurs missions. À la demande du Conseil des gouverneurs et du Directoire, les comités ont apporté une expertise dans leurs domaines de compétence et facilité le processus de décision. Les comités se composent en général uniquement de membres du personnel des banques centrales de l'Eurosystème. Toutefois, les BCN des États membres n'ayant pas encore adopté l'euro peuvent participer aux réunions des comités chaque fois que ceux-ci traitent de questions relevant du domaine de compétence du Conseil général. Le cas échéant, d'autres organismes compétents peuvent également être invités, comme les autorités de surveillance nationales dans le cas du Comité de la surveillance bancaire. Au 31 décembre 2008, treize comités de l'Eurosystème/du SEBC avaient été créés en application 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.

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, le Conseil des gouverneurs a créé, en août 2007, 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. L'EISC est investi, en particulier, de responsabilités liées à la gouvernance de l'Eurosystème dans

le domaine informatique, et ce comité devrait permettre de renforcer l'efficacité des décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux projets et opérations informatiques de l'Eurosystème/du SEBC. L'EISC, auquel participe un représentant de chaque banque centrale de l'Eurosystème, fait rapport au Conseil des gouverneurs par l'intermédiaire du Directoire.

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 : 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 appliqué⁸. En 2008, dans le contexte de sa mission statutaire de formuler des recommandations au Conseil de l'UE relatives à la désignation de commissaires aux comptes extérieurs des banques centrales du SEBC, conformément à l'article 27.1 des statuts du SEBC, le Conseil des gouverneurs a adopté les « Bonnes pratiques pour la sélection et le mandat des commissaires aux comptes

⁸ Le cabinet KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft a été commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour les exercices 2003 à 2007. 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.

extérieurs », qui ont été publiées sur son site internet. Ces bonnes pratiques, qui fournissent à chaque banque centrale de l'Eurosystème des orientations de haut niveau pour le choix des commissaires aux comptes puis la définition de leur mandat, permettent au Conseil des gouverneurs de formuler des recommandations au Conseil de l'UE sur la base de critères de sélection harmonisés, cohérents et transparents.

LES NIVEAUX DE CONTRÔLE INTERNE

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche en vertu de laquelle chaque unité organisationnelle (section, division, direction ou direction générale) est responsable de la gestion de ses propres risques et de son contrôle, ainsi que de l'efficacité de son fonctionnement. Ces unités mettent en œuvre des procédures de contrôle opérationnel dans leur domaine de responsabilité conformément au niveau de tolérance au risque défini *ex ante* par le Directoire. Par exemple, un ensemble de règles et procédures, qualifié de « muraille de Chine », est en place pour empêcher que des informations internes, provenant des services en charge de la mise en œuvre de la politique monétaire, ne parviennent aux services en charge de la gestion des réserves de change de la BCE et de son portefeuille de fonds propres. En 2008, la BCE a continué d'améliorer son approche de la gestion du risque opérationnel. Premièrement, une unité centrale de la Direction générale des Ressources humaines, du budget et de l'organisation a coordonné un exercice global selon une approche dite descendante ou *top-down*, dans le cadre duquel les domaines d'activité ont identifié des risques opérationnels qui, s'ils se matérialisaient, pourraient avoir d'importantes conséquences négatives pour la BCE en termes d'activité, d'image ou au plan financier. Sur la base de cet exercice, des plans d'action ont été établis pour le traitement de ces risques. Deuxièmement, la BCE et les BCN de la zone euro ont développé un cadre de gestion du risque opérationnel destiné aux missions et processus de l'Eurosystème, qui sera mis en œuvre à compter de 2009.

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 BCE⁹, 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. La Direction de l'Audit interne adhère 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.

Afin de renforcer encore le cadre de gouvernance, le Conseil des gouverneurs a créé en avril 2007 un Comité d'audit de la BCE, composé de trois de ses membres et placé sous la présidence de John Hurley (Gouverneur de la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

LES CODES DE CONDUITE

Trois codes de conduite sont en vigueur à la BCE. Le premier concerne les membres du Conseil des gouverneurs et reflète leur responsabilité en matière de 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

9 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.

10 Cf. le Code de conduite des membres du Conseil des gouverneurs, JO C 123 du 24.05.2002, modifié, JO C 10 du 16.01.2007 et le site internet de la BCE

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. 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 tiers.¹² 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 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 la Communauté.

Le règlement OLAF prévoit que chaque institution, organe et organisme adopte des décisions permettant à l'OLAF de mener ses enquêtes au sein de chacun d'entre eux. En juin 2004, le Conseil des gouverneurs a adopté une décision¹⁵ entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2004, concernant les conditions et modalités des enquêtes menées par l'OLAF à la BCE.

L'ACCÈS DU PUBLIC AUX DOCUMENTS DE LA BCE

La décision de la BCE relative à l'accès du public à ses documents¹⁶ adoptée en mars 2004 est conforme aux objectifs et aux normes adoptés par les autres institutions et organes de la Communauté dans ce domaine. Elle favorise la transparence tout en veillant à préserver l'indépendance de la BCE et des BCN, ainsi que la confidentialité de certaines questions touchant à l'accomplissement des missions de la BCE¹⁷.

En 2008, les demandes d'accès formulées par le public sont restées limitées.

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.

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 LES RESSOURCES HUMAINES

En 2008, la BCE a continué de mettre en œuvre le cadre de sa politique de ressources humaines (RH), qui intègre ses valeurs et les principes fondamentaux dans ce domaine¹⁸. Ce cadre explique pourquoi des politiques de ressources humaines spécifiques ont été choisies et comment elles s'articulent entre elles. Dans ce cadre, les politiques en matière de gestion des ressources humaines se répartissent en quatre domaines principaux.

LA CULTURE D'ENTREPRISE

Avec un personnel issu des vingt-sept États membres de l'UE, la BCE a intégré la gestion de la diversité dans ses pratiques en matière de ressources humaines pour garantir la reconnaissance et la pleine utilisation des compétences individuelles pour la réalisation des objectifs de la BCE. La gestion de la diversité à la BCE est fondée sur la stratégie de diversité lancée en 2006. Elle vise à garantir que tous les membres du personnel soient traités avec respect et que leurs performances soient évaluées sur la base du mérite. En 2008, la BCE a organisé son premier forum de la diversité destiné aux cadres dirigeants afin de renforcer la prise de conscience des questions relatives à la diversité et de partager les points de vue et les expériences sur divers sujets liés au genre, à la nationalité et à l'âge.

Les six valeurs communes de la BCE (compétence, efficacité et efficience, intégrité, esprit d'équipe, transparence et responsabilité, conscience d'œuvrer pour l'Europe) ont été intégrées plus largement dans les politiques de ressources humaines afin qu'elles façonnent le comportement de tous les jours et améliorent les performances.

L'ÉVOLUTION DU PERSONNEL

Les principes généraux de mobilité interne à la BCE, qui encouragent les membres du personnel à changer de poste tous les cinq ans, ont continué de recevoir un soutien considérable. La mobilité est considérée comme une occasion pour le personnel d'élargir son expertise et

de développer ses compétences et comme un moyen pour la BCE de sensibiliser davantage son personnel et d'accroître les synergies entre les métiers. La politique de recrutement en interne, qui met l'accent sur une large palette de compétences, vise ainsi à favoriser la mobilité interne du personnel. En 2008, 165 personnes, dont 17 cadres dirigeants et conseillers, ont effectué une mobilité interne, temporaire ou de long terme.

Le programme d'expérience professionnelle en externe de la BCE facilite le détachement 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 2008, 23 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 30 agents. Nombre d'entre eux (19) ont pris un poste dans une BCN, une organisation internationale ou une entreprise privée, les autres ont utilisé ces périodes de congé sans solde pour poursuivre des études. À fin décembre 2008, 54 agents étaient en congé sans solde (contre 56 en 2007), tandis que 26 étaient en congé parental (contre 23 en 2007).

Au-delà des mesures visant à encourager la mobilité, y compris la rotation des postes de direction, la stratégie des ressources humaines (RH) continue de s'attacher au développement de l'expertise des agents de la BCE et, notamment, au renforcement des compétences en matière de gestion au moyen d'actions de formation et de mentorat individuel. La formation des cadres dirigeants a essentiellement porté sur l'amélioration des performances en équipe, des compétences en matière de direction et de recrutement, ainsi que sur divers aspects de la gestion des performances.

Par ailleurs, les cadres dirigeants ont participé à l'exercice de rétrocession d'informations

¹⁸ Les principes fondamentaux en matière de ressources humaines sont les suivants : nécessité organisationnelle, gestion décentralisée du personnel, mérite, diversité, conditions d'emploi attractives et engagement réciproque.

émanant de différentes sources, au cours duquel des domaines de développement personnel sont identifiés au moyen de rapports directs et de contacts avec des pairs et avec l'extérieur. En s'appuyant sur les résultats de cet exercice, des actions de mentorat individuel ont été proposées.

L'acquisition et le développement permanents de qualifications et de compétences par tous les membres du personnel demeurent la pierre angulaire de la stratégie de la BCE en matière de ressources humaines. Fondamentalement, la formation et le développement des compétences constituent une responsabilité partagée entre le personnel et l'institution. D'une part, la BCE procure les moyens budgétaires et le cadre de formation et les dirigeants définissent les besoins de formation des agents tels que requis par leur poste actuel. D'autre part, les agents doivent prendre les dispositions nécessaires en matière de formation et de développement des compétences et s'assurer que leur expertise se maintient 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 de formation offertes dans le cadre de programmes du SEBC ou proposées par les BCN.

Dans le cadre de ses actions de formation complémentaire, la BCE a offert une assistance à 12 agents souhaitant obtenir une qualification susceptible de renforcer leurs compétences professionnelles au-delà du niveau requis par leur poste actuel.

LA POLITIQUE DE RECRUTEMENT

À fin 2008, le nombre total d'agents en équivalent temps plein titulaires d'un contrat de travail à la BCE était de 1 536 personnes¹⁹ (1 478 à fin 2007).

Les recrutements externes destinés à pourvoir des emplois permanents ont été effectués sur la base de contrats à durée déterminée de cinq ans pour les postes de direction et de trois ans

pour les autres postes. Ces contrats peuvent être convertis en contrats à durée indéterminée, en fonction de considérations organisationnelles et des performances individuelles. Des contrats à durée déterminée peuvent également être proposés afin de remplacer des agents permanents temporairement absents pour des périodes supérieures à douze mois, par exemple dans le cas de congés parentaux ou sans solde. En 2008, la BCE a proposé 108 contrats à durée déterminée. Par ailleurs, 45 agents bénéficiant de contrats à durée déterminée ou permanents ont quitté la BCE en 2008. En outre, 113 contrats à court terme ont été conclus en 2008 (en plus de la prorogation de certains contrats proposés en 2007) pour pallier les absences d'une durée inférieure à un an, tandis que 83 contrats à court terme sont arrivés à expiration durant l'année.

Des contrats de courte durée sont également proposés à des agents des BCN et des organisations internationales, permettant ainsi à la BCE et à ces organismes de s'enrichir mutuellement de leurs expériences. Employer des agents des BCN sur de courtes périodes contribue également à favoriser un esprit d'équipe à l'échelle du SEBC. Le 31 décembre 2008, 122 agents des BCN et des organisations internationales travaillaient à la BCE, où ils occupaient diverses fonctions (contre 91 le 31 décembre 2007).

En septembre 2008, le troisième groupe de participants au *Graduate Programme* de la BCE, destiné à de jeunes diplômés ayant une formation universitaire générale, a rejoint l'institution sur la base de contrats de deux ans non convertibles. La première promotion de participants a achevé le *Graduate Programme* en 2008 et un grand nombre d'entre eux ont postulé avec succès à des postes à durée déterminée convertibles à la BCE.

¹⁹ Hors agents en congé sans solde. Ce nombre comprend les personnes sous contrat à durée indéterminée, déterminée ou de courte durée et les participants au *Graduate Programme* de la BCE. Il comprend également les agents en congé de maternité ou en congé maladie de longue durée.

Les stages proposés par la BCE ont essentiellement concerné des étudiants et diplômés ayant une formation en économie, en statistiques, en administration des entreprises, en droit et en traduction. Le 31 décembre 2008, la BCE comptait 84 stagiaires.

La BCE a également offert deux postes de recherche au titre du programme de parrainage Wim Duisenberg, qui est ouvert à des économistes de premier plan, et cinq postes à des jeunes chercheurs dans le cadre du programme de parrainage Lamfalussy.

LES CONDITIONS D'EMPLOI

Prenant en compte les évolutions les plus récentes de l'espérance de vie et de la couverture financière des engagements sur le long terme, la BCE a procédé à un examen du régime de retraite qu'elle propose à son personnel. Les résultats de cet examen devraient se traduire par des mesures concrètes début 2009.

En 2008, la BCE a également engagé un examen de ses procédures disciplinaires et d'appel. Les changements apportés visaient à accroître l'efficacité et l'efficacité de ces deux types de procédures, tout en préservant les droits garantis aux agents.

Afin d'améliorer l'équilibre entre vie professionnelle et vie privée, et de renforcer encore la capacité d'adaptation de la BCE, le Directoire a décidé, en 2008, de lancer un projet pilote visant à introduire progressivement le travail à distance. Après l'achèvement de ce projet en 2009, les avantages et les inconvénients seront évalués avec soin avant de prendre une décision sur une extension éventuelle de ce dispositif.

2.2 LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES

En 2008, les activités de la Conférence sur les ressources humaines (HRC) et de ses sous-structures ont couvert divers aspects de la formation et du développement du personnel. En se fondant sur une analyse des besoins, de

nouvelles actions de formation des agents du SEBC ont été conçues et seront mises en œuvre en 2009. La Conférence sur les ressources humaines a également pris des mesures pour améliorer la mobilité intra-SEBC afin d'offrir aux agents de l'Eurosystème/des banques centrales du SEBC davantage de possibilités de s'enrichir mutuellement de leurs expériences et de favoriser la coopération et l'esprit d'équipe.

De plus, en vue de favoriser l'échange d'expériences et de progresser vers l'adoption de pratiques de référence, la Conférence sur les ressources humaines et le Comité de la communication externe de l'Eurosystème/du SEBC ont organisé une conférence sur la communication dans les ressources humaines, à laquelle toutes les banques centrales du SEBC étaient représentées. Lors de ses réunions, la Conférence sur les ressources humaines a abordé d'autres sujets tels que la démographie, les centres d'évaluation ainsi que l'avenir des ressources humaines en Europe et les principaux défis à relever à l'horizon 2015.

2.3 LE NOUVEAU SIÈGE DE LA BCE

De nouveaux progrès ont été réalisés en 2008 s'agissant du nouveau siège de la BCE dans le quartier Ostend de Francfort.

En avril 2008, les travaux préparatoires ont commencé à l'emplacement du nouveau siège avant le démarrage de la construction du bâtiment. Les annexes de quatre étages situées aux deux extrémités de la *Grossmarkthalle* ont été démolies pierre par pierre, et la plupart des briques ont été conservées pour rénover la façade de la *Grossmarkthalle*, afin de garder la teinte et la consistance des briques d'origine. À la fin du printemps, les premiers travaux d'excavation des deux niveaux inférieurs des tours de bureaux et du parking souterrain réservé au personnel ont débuté dans la partie sud du site. Les fondations ont ensuite été coulées dans le sous-sol. Ces travaux préparatoires ont été achevés en septembre 2008 comme prévu, dans le respect du budget établi.

Le 6 mai 2008, Petra Roth, maire de Francfort, a remis le permis de construire du nouveau site au président de la BCE. Le permis de construire vaut autorisation formelle pour la construction du nouveau site à l'emplacement de l'ancienne *Grossmarkthalle*.

Le 25 juin 2008, la BCE a décidé de clore formellement la procédure internationale d'appel d'offres visant à trouver un maître d'ouvrage pour construire ses nouveaux locaux. En effet, cette procédure n'avait pas donné de résultats économiques satisfaisants, les offres reçues dépassant largement le budget prévu par la BCE. Durant l'été et l'automne 2008, les architectes et les responsables de la planification ont réalisé une étude approfondie de la situation sur le marché de la construction. S'appuyant sur cette analyse, le Conseil des gouverneurs a décidé en novembre 2008 de modifier sa stratégie d'appel d'offres en divisant les travaux par métiers et par lots, avant de relancer la procédure d'invitation à soumissionner. Courant 2009, une quinzaine de tranches spécifiques concernant les travaux de gros-œuvre, la façade et les autres parties du bâtiment devraient faire l'objet d'appels d'offres. Cette stratégie vise à susciter une concurrence accrue en attirant des offres plus compétitives, notamment de la part d'entreprises de taille moyenne, et à trouver des entreprises spécialisées dans chaque métier. Elle sera fondée sur les conditions contractuelles équilibrées d'usage sur le marché de la construction.

La BCE confirme son engagement à respecter les coûts de construction initialement prévus de quelque 500 millions d'euros (à prix constants de 2005). Ces coûts sont réévalués en fonction des indices de prix officiels pertinents établis par le Bureau allemand des statistiques (*Statistisches Bundesamt*). La construction de nouveaux locaux destinés à répondre aux besoins spécifiques de la BCE est considérée comme la solution la plus avantageuse.

Fin 2009, en fonction des résultats de la procédure d'appel d'offres, le Conseil des

gouverneurs prendra les décisions qui s'imposent concernant la suite à donner au dossier.

2.4 L'OFFICE DE COORDINATION DES ACHATS DE L'EUROSISTÈME

En juillet 2007, le Conseil des gouverneurs a décidé de créer l'Office de coordination des achats de l'Eurosystème (*Eurosystem Procurement Coordination Office – EPCO*) afin d'améliorer la coopération au sein de l'Eurosystème s'agissant de la passation des marchés. Vingt banques centrales du SEBC y participent sur la base du volontariat. En décembre 2007, la Banque centrale du Luxembourg a été désignée pour héberger l'EPCO du 1^{er} janvier 2008 au 31 décembre 2012. En 2008, les quatre agents affectés à l'EPCO ont été recrutés et les experts de la passation des marchés des banques centrales participantes se sont réunis à sept reprises. Les travaux ont essentiellement porté sur l'élaboration de pratiques de référence. En novembre 2008, le Conseil des gouverneurs a adopté une décision définissant le cadre applicable aux achats conjoints de l'Eurosystème. En se fondant sur cette décision, qui vise à garantir une égalité de traitement entre les banques centrales participant à des achats conjoints, le Conseil des gouverneurs a également approuvé un programme des achats pour 2009. L'EPCO est dirigé par un Comité de pilotage qui rend compte au Conseil des gouverneurs par l'intermédiaire du Directoire.

3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC

Le Dialogue social au sein du SEBC est une instance de concertation impliquant la BCE et les représentants du personnel des banques centrales du SEBC ainsi que des fédérations syndicales européennes²⁰. 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 ont eu lieu en avril et en octobre. En 2008, les réunions ont été consacrées essentiellement aux questions relatives à la coopération et à la spécialisation au sein de l'Eurosystème, au traité de Lisbonne et à son incidence sur le SEBC ainsi qu'au rôle des opérations de marché et de la surveillance des marchés en période de turbulences. Les débats ont également porté sur des questions concernant la production de billets de banque et la circulation fiduciaire ainsi que les systèmes de paiement (TARGET2, TARGET2-Titres et CCBM2). Les représentants du personnel ont également été informés des travaux réalisés par la Conférence sur les ressources humaines.

Un groupe de travail *ad hoc* consacré à la production de billets de banque et à la circulation fiduciaire a été créé. Il implique un nombre très limité de participants et a pour objectif de traiter les questions techniques liées aux billets de banque avant la réunion plénière du Dialogue social au sein du SEBC.

²⁰ Le Comité permanent des syndicats des banques centrales européennes (CPSBCE), UNI-Europa Finance et la Fédération syndicale européenne des services publics (FSESP)

4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE

RAPPORT DE GESTION POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2008

I NATURE DE L'ACTIVITÉ

Les activités de la BCE en 2008 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 8.

MEMBRES DU DIRECTOIRE

Les membres du Directoire sont nommés d'un commun accord 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 29 « Charges de personnel » des comptes annuels.

PERSONNEL

L'effectif moyen (en équivalent temps plein) employé par la BCE¹ est passé de 1 448 en 2007 à 1 499 en 2008. À la fin de 2008, l'effectif total s'élevait à 1 536. Des informations complémentaires figurent dans la note 29 « Charges de personnel » des comptes annuels et au chapitre 8, 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 son capital libéré, de la contrepartie de la provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, du fonds de réserve générale et 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.

PROCÉDURE BUDGÉTAIRE

Le Comité budgétaire (BUCOM), composé d'experts de la BCE et des BCN de la zone euro, est un acteur essentiel de la procédure de

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.

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 établis par le Conseil des gouverneurs. Ces comptes sont alors approuvés par le Conseil des gouverneurs, avant d'être publiés.

PROVISION POUR RISQUES DE CHANGE, DE TAUX D'INTÉRÊT ET DE VARIATION DU COURS DE L'OR

La plupart des éléments d'actif et de passif de la BCE étant réévalués périodiquement aux cours de change et aux prix des titres en vigueur à cette date, la rentabilité de la BCE est fortement affectée par son exposition au risque de change et, dans une moindre mesure, par son exposition au risque de taux d'intérêt. Ces risques découlent principalement de son portefeuille d'avoirs 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. Au 31 décembre 2007, cette provision s'élevait à 2 668 758 313 euros.

Conformément à l'article 49.2 des statuts du SEBC, la Banque centrale de Chypre et la Central Bank of Malta ont également contribué à cette provision pour un montant de respectivement 4 795 450 euros et 2 388 127 euros, avec effet au 1^{er} janvier 2008. Tenant compte des résultats de son évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de transférer au 31 décembre 2008 un montant supplémentaire de 1 339 019 690 euros à la provision. Ce transfert fait passer la provision à son niveau maximal autorisé de 4 014 961 580 euros. Le Conseil des gouverneurs a décidé 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.

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 2008

Le revenu net de la BCE avant le transfert à la provision pour risques s'établissait à 2,661 milliards d'euros, contre 286 millions d'euros en 2007. Le bénéfice net de 1,322 milliard d'euros après le transfert a été distribué aux BCN.

En 2007, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar et, dans une moindre mesure, au yen s'est traduite par des dépréciations de la valeur en euros des portefeuilles d'actifs détenus par la BCE libellés dans ces monnaies. Ces dépréciations se sont élevées à 2,5 milliards d'euros environ et ont été enregistrées en charges dans le compte de résultat. 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 quelque 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 2008, le produit net d'intérêt est revenu à 2,381 milliards d'euros, contre 2,421 milliards en 2007, en raison essentiellement (a) d'une baisse des revenus nets libellés en dollars et (b) d'une rémunération plus élevée des créances des BCN au titre des réserves de change transférées. La diminution qui en a résulté du produit net d'intérêt n'a été que partiellement compensée par la hausse des revenus provenant de l'allocation des billets en euros au sein de l'Eurosystème, sous l'effet principalement de l'augmentation générale de l'encours des billets en circulation.

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières sont revenues de 779 millions d'euros en 2007 à 662 millions d'euros en 2008, en raison essentiellement de la baisse, en volume, des ventes d'or 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. La diminution qui en a découlé des plus-values réalisées sur ces opérations n'a été que partiellement compensée par la hausse des plus-values nettes réalisées sur les ventes de titres en 2008, à la suite de la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis cette année-là.

Les charges d'exploitation de la BCE, y compris les amortissements, sont passées de 385 millions d'euros en 2007 à 388 millions d'euros en 2008.

MODIFICATION DU CAPITAL DE LA BCE

Conformément aux décisions 2007/503/CE et 2007/504/CE du Conseil du 10 juillet 2007, Chypre et Malte ont adopté la monnaie unique à compter du 1^{er} janvier 2008. Par conséquent, conformément à l'article 49.1 des statuts du SEBC, la Banque centrale de Chypre et la

Central Bank of Malta ont libéré le reliquat de leur contribution au capital de la BCE à cette date. À la suite de ces paiements, le capital libéré de la BCE est passé de 4,127 milliards d'euros au 31 décembre 2007 à 4,137 milliards d'euros au 1^{er} janvier 2008.

5 AUTRES QUESTIONS

QUESTIONS ENVIRONNEMENTALES

La BCE a adopté fin 2007 un « cadre environnemental » qui a donné lieu, en 2008, à l'établissement d'un inventaire des aspects environnementaux relatifs à la gestion de la BCE et à une première estimation de son incidence écologique. La BCE a également décidé de mettre en place un système de gestion environnementale conforme aux normes internationales en vigueur ISO 14001 et EMAS (*Environmental Management and Audit Scheme*). Un projet visant à obtenir la certification du système de gestion environnementale de la Banque en 2010 a été lancé, et plusieurs mesures ont été mises en œuvre avec succès en 2008.

GESTION DES SERVICES INFORMATIQUES

En 2008, la BCE a été la première banque centrale à recevoir la certification attestant la conformité à la norme internationale ISO/IEC 20000 d'excellence dans la gestion des services informatiques. La norme ISO/IEC 20000 décrit un ensemble de processus de gestion intégrés permettant la fourniture efficace de services informatiques à l'organisation et à ses clients. Sa mise en application a contribué grandement à la fourniture de services informatiques au sein de la BCE et a d'ores et déjà apporté des bienfaits tangibles ainsi qu'une plus grande satisfaction des utilisateurs finaux.

BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2008

ACTIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2008 EUROS	2007 EUROS
Avoirs et créances en or	1	10 663 514 154	10 280 374 109
Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	2		
Créances sur le FMI		346 651 334	449 565 998
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		41 264 100 632	28 721 418 912
		41 610 751 966	29 170 984 910
Créances en devises sur des résidents de la zone euro	2	22 225 882 711	3 868 163 459
Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	3		
Comptes auprès des banques, titres et prêts		629 326 381	0
Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	4	25 006	13 774
Créances intra-Eurosysteme	5		
Créances relatives à la répartition des billets en euros dans l'Eurosysteme		61 021 794 350	54 130 517 580
Autres créances intra-Eurosysteme (nettes)		234 095 515 333	17 241 183 222
		295 117 309 683	71 371 700 802
Autres actifs	6		
Immobilisations corporelles		202 690 344	188 209 963
Autres actifs financiers		10 351 859 696	9 678 817 294
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan		23 493 348	34 986 651
Produits à recevoir et charges constatées d'avance		1 806 184 794	1 365 938 582
Divers		1 272 185 672	69 064 934
		13 656 413 854	11 337 017 424
Total de l'actif		383 903 223 755	126 028 254 478

PASSIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2008 EUROS	2007 EUROS
Billets en circulation	7	61 021 794 350	54 130 517 580
Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	8	1 020 000 000	1 050 000 000
Engagements en euros envers des non résidents de la zone euro	9	253 930 530 070	14 571 253 753
Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	10	272 822 807	0
Engagements en devises envers des non résidents de la zone euro	10		
Dépôts, comptes et autres engagements		1 444 797 283	667 076 397
Engagements intra-Eurosystème	11		
Engagements au titre du transfert de réserves de change		40 149 615 805	40 041 833 998
Autres engagements	12		
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan		1 130 580 103	69 589 536
Charges à payer et produits constatés d'avance		2 284 795 433	1 848 257 491
Divers		1 797 414 878	659 763 920
		5 212 790 414	2 577 610 947
Provisions	13	4 038 858 227	2 693 816 002
Comptes de réévaluation	14	11 352 601 325	6 169 009 571
Capital et réserves	15		
Capital		4 137 159 938	4 127 136 230
Bénéfice de l'exercice		1 322 253 536	0
Total du passif		383 903 223 755	126 028 254 478

COMPTE DE RÉSULTAT POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2008

	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2008 EUROS	2007 EUROS
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises		997 075 442	1 354 887 368
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		2 230 477 327	2 004 355 782
Autres produits d'intérêt		8 430 894 437	4 380 066 479
<i>Produits d'intérêt</i>		<i>11 658 447 206</i>	<i>7 739 309 629</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés		(1 400 368 012)	(1 356 536 045)
Autres charges d'intérêt		(7 876 884 520)	(3 962 006 944)
<i>Charges d'intérêt</i>		<i>(9 277 252 532)</i>	<i>(5 318 542 989)</i>
Produit net d'intérêt	23	2 381 194 674	2 420 766 640
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	24	662 342 084	778 547 213
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	25	(2 662 102)	(2 534 252 814)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change et de taux d'intérêt		(1 339 019 690)	(286 416 109)
Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques		(679 339 708)	(2 042 121 710)
Charge nette de commissions	26	(149 007)	(621 691)
Produits des actions et des titres de participation	27	882 152	920 730
Autres produits	28	7 245 593	6 345 668
Total des produits nets		1 709 833 704	385 289 637
Charges de personnel	29	(174 200 469)	(168 870 244)
Autres charges d'exploitation	30	(183 224 063)	(184 589 229)
Amortissement des immobilisations corporelles		(23 284 586)	(26 478 405)
Service de production des billets	31	(6 871 050)	(5 351 759)
Bénéfice/(perte) de l'exercice		1 322 253 536	0

Francfort-sur-le-Main, le 24 février 2009

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, l'or ainsi que l'ensemble des éléments d'actif et de passif libellés en devises inscrits au bilan et hors bilan. Les opérations portant sur des actifs et passifs financiers sont comptabilisées à la date de règlement.

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 DEVICES

Les actifs et passifs libellés en devises sont convertis en euros sur la base du cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et charges sont convertis sur la base du cours de change en vigueur 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 2008, à partir du cours de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 31 décembre 2008.

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, 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

Tous les titres 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 2008, les prix moyens du marché au 30 décembre 2008 ont été utilisés. Les titres non négociables sont valorisés à leur prix d'acquisition, alors que les actions illiquides sont valorisées à leur prix d'acquisition et soumises 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 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 à la fin de l'exercice, le coût moyen de ce poste est ramené au taux de change ou à la valeur de marché en fin d'année.

Les primes ou décotes nées de l'acquisition de titres sont assimilées à des intérêts et étalées sur la durée de vie résiduelle de la ligne de titres concernée.

LES OPÉRATIONS DE 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 et à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées au passif du bilan comme des dépôts garantis par des titres et donnent également lieu à une charge d'intérêt dans le compte de résultat. Les titres vendus dans le cadre d'un accord de ce type restent inscrits au bilan de la BCE.

Dans le cadre d'une prise en pension, des titres sont acquis contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les revendre à la contrepartie à un prix convenu à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées à l'actif du bilan comme des prêts garantis mais ne sont pas incluses dans le portefeuille de titres de la BCE. Elles donnent lieu à un produit d'intérêt dans le compte de 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 2008, 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 TARGET2³ (Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel, cf. chapitre 2) et font apparaître des soldes bilatéraux sur les comptes réciproques des banques centrales de l'UE connectées à 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-Eurosysteme 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-Eurosysteme résultant de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosysteme 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'Eurosysteme » (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 TARGET2⁴, 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 :

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 actuels de la

³ Le système décentralisé du point de vue technique de la première génération a été progressivement remplacé par un système de seconde génération (TARGET2), qui s'appuie sur une infrastructure technique unique, la « plate-forme partagée unique ». La migration à TARGET2 a débuté en novembre 2007 pour s'achever en mai 2008.

⁴ Au 31 décembre 2008, 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.

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 PLAN DE RETRAITE DE LA BCE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

La BCE met en œuvre un régime à prestations définies pour ses employés. Celui-ci est financé par des actifs détenus dans un fonds de retraite à long terme.

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 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

⁵ Décision BCE/2001/15 du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros, JO L 337 du 20.12.2001, modifiée

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 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

Plusieurs postes ont été reclassés en 2008 pour des raisons de présentation, les encours comparables au 31 décembre 2007 ayant été ajustés en conséquence. Ces reclassements sont décrits dans l'annexe au bilan⁹.

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.

- 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, 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
- 9 Les reclassements sont conformes aux règles et méthodes comptables de la BCE définies dans la décision BCE/2006/17, JO L 348 du 11.12.2006, modifiée.

ANNEXE AU BILAN

I AVOIRS ET CRÉANCES EN OR

Au 31 décembre 2008, la BCE détenait 17 156 546 onces d'or fin (18 091 733 onces en 2007). Cette diminution a résulté (a) de ventes à hauteur de 963 987 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 Banque centrale de Chypre et la Central Bank of Malta à la BCE de, respectivement, 19 151 et 9 649 onces d'or fin¹⁰ lors de l'adoption de la monnaie unique par Chypre et Malte, 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 2008 (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 2008. Elle résulte de la mise en œuvre d'un dispositif d'achat et de vente de DTS conclu avec le Fonds monétaire international (FMI), en vertu duquel le FMI est autorisé à organiser des ventes et achats de DTS contre euros pour le compte de la BCE, tout en maintenant les avoirs de celle-ci à l'intérieur d'une fourchette donnée. Le DTS est défini comme un panier de devises. Sa valeur est déterminée comme la somme pondérée des taux de change des quatre principales devises (euro, yen, livre sterling et dollar des États-Unis). À des fins comptables, les DTS sont traités comme des devises (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

COMPTES AUPRÈS DES BANQUES, TITRES, PRÊTS ET AUTRES ACTIFS EN 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. L'amortissement des décotes et primes sur les titres libellés en devises était précédemment inclus respectivement dans les rubriques « Produits à recevoir et charges constatées d'avance » et « Charges à payer et produits constatés d'avance ». Pour des raisons de présentation, la BCE a décidé de transférer ces positions à la rubrique « Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises ». Les encours comparables au 31 décembre 2007 ont été reclassés en conséquence.

<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	2008 euros	2007 euros	Variation euros
Comptes courants	5 808 582 148	761 073 851	5 047 508 297
Dépôts sur le marché monétaire	573 557 686	688 783 688	(115 226 002)
Prises en pension	379 961 453	543 247 188	(163 285 735)
Titres	34 501 999 345	26 728 314 185	7 773 685 160
Total	41 264 100 632	28 721 418 912	12 542 681 720

<i>Créances sur des résidents de la zone euro</i>	2008 euros	2007 euros	Variation euros
Comptes courants	619 534	574 945	44 589
Dépôts sur le marché monétaire	22 225 263 177	3 867 588 514	18 357 674 663
Total	22 225 882 711	3 868 163 459	18 357 719 252

L'augmentation des comptes courants auprès des non-résidents de la zone euro s'explique principalement par (a) le règlement de la « jambe couronne danoise » d'opérations d'échange de devises avec la Danmarks Nationalbank comptabilisées au 31 décembre 2008, s'élevant

¹⁰ Les transferts, d'une valeur totale équivalente à 16,5 millions d'euros, ont été effectués avec effet au 1^{er} janvier 2008.

à 3,9 milliards d'euros (cf. note 20 « Opérations de *swaps* de change et de change à terme »), et (b) les comptes en francs suisses à hauteur de 1,2 milliard d'euros provenant de l'accord de *swap* instauré avec la Banque nationale suisse¹¹ (cf. note 9 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »). L'appréciation du yen et du dollar par rapport à l'euro, les plus-values latentes sur les titres (cf. la note 14 « Comptes de réévaluation »), le placement du produit des ventes d'or (cf. la note 1 « Avoirs et créances en or ») et les revenus tirés principalement du portefeuille en dollars ont également contribué à l'augmentation de la valeur totale de ces positions.

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 sont inclus dans la composante « dépôts sur le marché monétaire auprès de résidents de la zone euro ».

En outre, lors de l'adoption de la monnaie unique par Chypre et Malte le 1^{er} janvier 2008, la Banque centrale de Chypre et la Central Bank of Malta ont transféré à la BCE des avoirs en dollars des États-Unis d'une valeur totale de 93,5 millions d'euros, conformément à l'article 30.1 des statuts du SEBC.

Au 31 décembre 2008, les avoirs nets en devises de la BCE¹² libellés en dollars et en yens étaient les suivants :

(en millions d'unités monétaires)	
Dollars des États-Unis	40 062
Yens	1 084 548

3 CRÉANCES EN EUROS SUR DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

En 2007, les dépôts sur le marché monétaire et les comptes courants auprès de non-résidents de la zone euro constituant une contrepartie directe du poste capital et réserves de la BCE figuraient dans cette rubrique. La BCE a décidé de reclasser

ces avoirs dans un portefeuille spécial, qui est désormais inclus dans la rubrique « Autres actifs financiers ». L'encours comparable au 31 décembre 2007 a été ajusté en conséquence.

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 pour fournir un soutien à ses opérations d'apport de liquidité en euros.

4 AUTRES CRÉANCES EN EUROS SUR DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA ZONE EURO

En 2007, les dépôts sur le marché monétaire et les comptes courants auprès de résidents de la zone euro constituant une contrepartie directe du poste capital et réserves de la BCE figuraient dans cette rubrique. La BCE a décidé de reclasser ces avoirs dans un portefeuille spécial, qui est désormais inclus dans la rubrique « Autres actifs financiers ». L'encours comparable au 31 décembre 2007 a été ajusté en conséquence.

Au 31 décembre 2008, cette créance était constituée d'un compte courant auprès d'un résident de la zone euro.

11 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 et de 15 % pour les opérations d'une durée de 84 jours.

12 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.

5 CRÉANCES INTRA-EUROSYSTÈME

CRÉANCES RELATIVES À LA RÉPARTITION DES BILLETS EN EUROS AU SEIN DE L'EUROSYSTÈME

Cette rubrique recouvre les créances de la BCE vis-à-vis des BCN de la zone euro relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

AUTRES CRÉANCES INTRA-EUROSYSTÈME (NET)

En 2008, 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). L'augmentation de cette position résulte principalement des opérations d'échanges adossés (*back-to-back swaps*) conduites avec les BCN dans le cadre des opérations d'apport de liquidité en dollars (cf. la note 9 « 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).

	2008 euros	2007 euros
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de TARGET2	420 833 781 929	145 320 642 526
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de TARGET2	(185 532 591 178)	(128 079 459 304)
Montants dus aux BCN de la zone euro relatifs aux acomptes sur dividendes versés par la BCE au titre du revenu monétaire	(1 205 675 418)	0
Autres créances intra-Eurosystème (nettes)	234 095 515 333	17 241 183 222

6 AUTRES ACTIFS

IMMOBILISATIONS CORPORELLES

Au 31 décembre 2008, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	2008 euros	2007 euros	Variation euros
Coût			
Terrains et immeubles	159 972 149	156 964 236	3 007 913
Matériels informatiques et logiciels	174 191 055	168 730 634	5 460 421
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	28 862 720	27 105 564	1 757 156
Immobilisations en cours	83 407 619	59 791 855	23 615 764
Autres immobilisations	3 577 485	1 195 290	2 382 195
Coût total	450 011 028	413 787 579	36 223 449
Amortissement cumulé			
Terrains et immeubles	(59 885 983)	(49 672 589)	(10 213 394)
Matériels informatiques et logiciels	(160 665 542)	(150 195 777)	(10 469 765)
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	(26 618 732)	(25 562 068)	(1 056 664)
Autres immobilisations	(150 427)	(147 182)	(3 245)
Total amortissement cumulé	(247 320 684)	(225 577 616)	(21 743 068)
Valeur comptable nette	202 690 344	188 209 963	14 480 381

L'augmentation enregistrée dans la rubrique « Immobilisations en cours » résulte principalement des premiers 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

L'amortissement des décotes et primes sur les titres libellés en euros était précédemment inclus

respectivement dans les rubriques « Produits à recevoir et charges constatées d'avance » et « Charges à payer et produits constatés d'avance ». Pour des raisons de présentation, la BCE a décidé de transférer ces positions à cette rubrique. En outre, les dépôts sur le marché monétaire et les comptes courants en euros constituant une contrepartie directe du poste capital et réserves de la BCE figurent désormais dans cette rubrique (cf. la note 3 « Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro » et la note 4 « Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro »). Les encours comparables au 31 décembre 2007 ont été ajustés en conséquence.

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes :

	2008 euros	2007 euros	Variation euros
Comptes courants en euros	4 936 630	5 153 295	(216 665)
Dépôts sur le marché monétaire en euros	150 000 000	120 000 000	30 000 000
Titres libellés en euros	9 675 505 128	8 843 080 586	832 424 542
Accords de prise en pension en euros	479 293 075	668 392 837	(189 099 762)
Autres actifs financiers	42 124 863	42 190 576	(65 713)
Total	10 351 859 696	9 678 817 294	673 042 402

(a) Les comptes courants, les dépôts sur le marché monétaire, les titres et les accords de prise en pension en euros représentent les placements des fonds propres de la BCE (cf. la note 12 « Autres engagements »). L'augmentation nette de la valeur des actifs au titre des fonds propres de la BCE 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 2007 ainsi que des plus-values latentes sur les titres (cf. la

note 14 « Comptes de réévaluation ») et des revenus tirés du portefeuille de fonds propres.

(b) La BCE détient 3 211 actions de la Banque des règlements internationaux (BRI) qui sont comptabilisées au coût d'acquisition de 41,8 millions d'euros.

ÉCARTS DE RÉÉVALUATION SUR INSTRUMENTS DE HORS BILAN

En 2008, cette rubrique recouvre principalement les plus-values enregistrées sur l'encours des contrats d'échange de taux d'intérêt (cf. la note 19 « Contrats d'échange de taux d'intérêt »).

PRODUITS À RECEVOIR ET CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE

En 2008, cette rubrique comprenait les intérêts courus sur les créances de la BCE au titre de la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème pour le dernier trimestre de l'année (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables), pour un montant de 500,4 millions d'euros, et les intérêts courus dont les BCN de la zone euro sont redevables sur les soldes TARGET2 pour le dernier mois de 2008, d'un montant total de 648,9 millions d'euros.

Les intérêts courus sur les titres (cf. la note 2 « Créances en devises sur des résidents et des non-résidents de la zone euro » et la note 6 « 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 5 « 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 2008 (cf. la note 20 « 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 des Communautés européennes, qui s'applique à la BCE en vertu de l'article 40 des statuts du SEBC.

7 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).

8 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS D'AUTRES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Cette rubrique comprend les dépôts effectués par les membres de l'Association bancaire pour l'euro (ABE) en vue de constituer des garanties auprès de la BCE pour les règlements effectués par les membres de l'ABE par l'intermédiaire du système TARGET2.

9 ENGAGEMENTS EN EUROS ENVERS DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Cette rubrique est essentiellement constituée d'une dette envers le Système fédéral de réserve d'un montant de 219,7 milliards d'euros contractée dans le cadre du dispositif temporaire d'adjudication en dollars (TAF). Au titre 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 d'échanges adossés 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 d'échanges adossés 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 18,4 milliards d'euros 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 d'échange 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 d'échange 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, cette rubrique comprend 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 a reçus dans le cadre d'opérations effectuées avec d'autres contreparties.

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).

10 ENGAGEMENTS EN DEVISES ENVERS DES RÉSIDENTS ET DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Cette rubrique se compose 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.

11 ENGAGEMENTS INTRA-EUROSISTÈME

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 23 « Produit net d'intérêt »).

Le transfert des avoirs de réserve de change de la Banque centrale de Chypre et de la Central Bank of Malta lors de l'adoption de la monnaie unique par Chypre et Malte a entraîné une augmentation de 107 781 807 euros de ces engagements.

Les créances de la Banque centrale de Chypre et de la Central Bank of Malta ont été fixées à, respectivement, 71 950 549 et 35 831 258 euros afin que le ratio entre les montants de ces créances et le montant total de la créance portée au crédit des autres BCN ayant adopté l'euro soit égal au ratio entre les pondérations de la Banque centrale de Chypre et de la Central Bank of Malta 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 des contributions de la Banque centrale de Chypre et de la Central Bank of Malta, dues 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 2007 (cf. la note 13 « Provisions » et la note 14 « Comptes de réévaluation »).

	Jusqu'au 31 Décembre 2007 euros	À partir du 1 ^{er} janvier 2008 ¹⁾ euros
Banque nationale de Belgique	1 423 341 996	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	11 821 492 402	11 821 492 402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	511 833 966	511 833 966
Banque de Grèce	1 046 595 329	1 046 595 329
Banco de España	4 349 177 351	4 349 177 351
Banque de France	8 288 138 644	8 288 138 644
Banca d'Italia	7 217 924 641	7 217 924 641
Banque centrale de Chypre	-	71 950 549
Banque centrale du Luxembourg	90 730 275	90 730 275
Central Bank of Malta	-	35 831 258
De Nederlandsche Bank	2 243 025 226	2 243 025 226
Oesterreichische Nationalbank	1 161 289 918	1 161 289 918
	Jusqu'au 31 Décembre 2007 euros	À partir du 1 ^{er} janvier 2008 ¹⁾ euros
Banco de Portugal	987 203 002	987 203 002
Banka Slovenije	183 995 238	183 995 238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717 086 011	717 086 011
Total	40 041 833 998	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.

12 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 2008 (cf. la note 20 « 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 (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables ainsi que la note 6 « 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 11 « Engagements intra-Eurosystème »), s'élevant à 1,4 milliard d'euros. Elle comprend également les intérêts courus dont la BCE est redevable sur les soldes des BCN au titre de TARGET2, les intérêts courus sur les instruments financiers (cf. la note 2 « Créances en devises sur des résidents et des non-résidents de la zone euro » et la note 6 « Autres actifs ») et les autres charges constatées d'avance.

DIVERS

Cette rubrique comprend principalement les soldes négatifs liés aux opérations de *swaps* de change et de change à terme en devises comptabilisés au 31 décembre 2008 (cf. la note 20 « 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 337,6 millions d'euros, menées en liaison avec la gestion des fonds propres de la BCE (cf. la note 6 « Autres actifs ») et les engagements nets au titre des

obligations de la BCE en matière de retraites tels que décrits ci-après.

LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

Les montants comptabilisés au bilan s'agissant des obligations de la BCE au titre des retraites (cf. « Le plan de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables) sont les suivants :

	2008 millions d'euros	2007 millions d'euros
Valeur actuelle des obligations	317,0	285,8
Juste valeur des actifs du fonds	(226,7)	(229,8)
Écarts actuariels non comptabilisés	7,6	35,4
Passif comptabilisé au bilan	97,9	91,4

La valeur actuelle des obligations au titre des retraites inclut, pour un montant de 42,3 millions d'euros (36,8 millions en 2007), les obligations au titre du régime de retraite des membres du Directoire ainsi que des provisions pour invalidité du personnel.

Les montants enregistrés en 2008 et 2007 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 :

	2008 millions d'euros	2007 millions d'euros
Coût des services rendus	24,7	26,5
Coût financier	10,7	8,6
Rendement attendu des actifs du fonds	(10,0)	(7,9)
Écarts actuariels enregistrés dans l'année	(1,1)	0
Total inclus dans le poste « Charges de personnel »	24,3	27,2

Dans le cadre de l'approche du « corridor de 10 % » (cf. « Le plan de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans

les notes relatives aux règles et méthodes comptables), les écarts actuariels cumulés non comptabilisés 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 :

	2008 millions d'euros	2007 millions d'euros
Obligation au titre des prestations définies en début d'exercice	285,8	258,5
Coût des services	24,7	26,5
Coût financier	10,7	8,6
Cotisations versées par les participants au fonds	17,9	14,2
Autres variations nettes des engagements représentatifs des cotisations des participants au fonds	(12,3)	2,5
Prestations servies	(3,8)	(2,5)
Écarts actuariels	(6,0)	(22,0)
Obligation au titre des prestations définies à la clôture de l'exercice	317,0	285,8

La juste valeur des actifs du régime est modifiée comme suit :

	2008 millions d'euros	2007 millions d'euros
Juste valeur des actifs du fonds en début d'exercice	229,8	195,3
Rendement attendu	10,0	7,9
Écarts actuariels	(32,7)	(4,0)
Cotisations versées par l'employeur	17,5	16,2
Cotisations versées par les participants au fonds	17,8	14,1
Prestations servies	(3,4)	(2,2)
Autres variations nettes des actifs représentatifs des cotisations des participants au fonds	(12,3)	2,5
Juste valeur des actifs du fonds à la clôture de l'exercice	226,7	229,8

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 dans le tableau ci-après. Le taux de rendement attendu des actifs du fonds est utilisé par les actuaires pour calculer la charge annuelle enregistrée dans le compte de résultat.

	2008 %	2007 %
Taux d'actualisation	5,75	5,30
Taux de rendement attendu des actifs du fonds	6,50	6,50
Hausses futures des salaires	2,00	2,00
Augmentations futures des retraites	2,00	2,00

13 PROVISIONS

Cette rubrique comprend une provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation de cours de l'or ainsi que diverses autres provisions. Y figure 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. 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 réguliers.¹³ 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 2007, la provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation de cours de l'or s'élevait à 2 668 758 313 euros. Conformément à l'article 49.2 des statuts du SEBC, la Banque centrale de Chypre et la Central Bank of Malta ont également contribué à cette provision pour des montants respectifs de 4 795 450 et 2 388 127 euros, avec effet au 1^{er} janvier 2008. Tenant compte des résultats de son évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de transférer au 31 décembre 2008 un montant supplémentaire de 1 339 019 690 euros¹⁴. Ce transfert a fait passer cette provision à 4 014 961 580 euros, montant correspondant à la valeur du capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro au 31 décembre 2008, et a ramené le bénéfice net de l'exercice à 1 322 253 536 euros.

14 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 Banque centrale de Chypre et la Central Bank of Malta ont également contribué à ces réserves pour des montants respectifs de 11,1 millions et 5,5 millions d'euros avec effet au 1^{er} janvier 2008.

	2008 euros	2007 euros	Variation euros
Or	6 449 713 267	5 830 485 388	619 227 879
Devises	3 616 514 710	0	3 616 514 710
Titres et autres instruments	1 286 373 348	338 524 183	947 849 165
Total	11 352 601 325	6 169 009 571	5 183 591 754

Les taux de change utilisés pour la réévaluation de fin d'exercice sont les suivants :

Taux de change	2008	2007
Dollar des États-Unis pour 1 euro	1,3917	1,4721
Yens pour 1 euro	126,14	164,93
Euro pour 1 DTS	1,1048	1,0740
Francs suisses pour 1 euro	1,4850	Non applicable
Couronnes danoises pour 1 euro	7,4506	Non applicable
Euros par once d'or fin	621,542	568,236

15 CAPITAL ET RÉSERVES

CAPITAL

En vertu des décisions 2007/503/CE et 2007/504/CE du Conseil du 10 juillet 2007, conformément à l'article 122, paragraphe 2, du Traité, Chypre et Malte ont adopté la monnaie unique le 1^{er} janvier 2008. Conformément à l'article 49.1 des statuts du SEBC et aux actes juridiques adoptés par le Conseil des gouverneurs le 31 décembre 2007¹⁵, la Banque centrale de Chypre et la Central Bank of Malta ont versé des montants de, respectivement, 6 691 401 euros et 3 332 307 euros au 1^{er} janvier 2008, représentant le reliquat de leur contribution au capital de la BCE. En conséquence, le capital libéré de la BCE est passé de 4 127 136 230 euros le 31 décembre 2007 à 4 137 159 938 le 1^{er} janvier 2008, comme il ressort du tableau ci-après¹⁶:

¹³ Cf. également le chapitre 2 du *Rapport annuel* de la BCE

¹⁴ Ce transfert a été financé par les plus-values réalisées sur les ventes d'or, à hauteur de 0,3 milliard d'euros, et par le revenu de la BCE relatif aux billets en euros en circulation, s'élevant à 1 milliard d'euros.

¹⁵ Décision BCE/2007/22 du 31 décembre 2007 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 Banque centrale de Chypre et par la Central Bank of Malta, JO L 28 du 1.2.2008 ; accord du 31 décembre 2007 entre la Banque centrale européenne et la Banque centrale de Chypre concernant la créance reçue par la Banque centrale de Chypre 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 29 du 1.2.2008 ; accord du 31 décembre 2007 entre la Banque centrale européenne et la Central Bank of Malta concernant la créance reçue par la Central Bank of Malta 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 29 du 1.2.2008

¹⁶ 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.

	Clé de répartition du capital jusqu'au 31 décembre 2007 %	Capital libéré jusqu'au 31 décembre 2007 euros	Clé de répartition du capital à compter du 1 ^{er} janvier 2008 %	Capital libéré à compter du 1 ^{er} janvier 2008 euros
Banque nationale de Belgique	2,4708	142 334 200	2,4708	142 334 200
Deutsche Bundesbank	20,5211	1 182 149 240	20,5211	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	51 183 397	0,8885	51 183 397
Banque de Grèce	1,8168	104 659 533	1,8168	104 659 533
Banco de España	7,5498	434 917 735	7,5498	434 917 735
Banque de France	14,3875	828 813 864	14,3875	828 813 864
Banca d'Italia	12,5297	721 792 464	12,5297	721 792 464
Banque centrale de Chypre	-	-	0,1249	7 195 055
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	9 073 028	0,1575	9 073 028
Central Bank of Malta	-	-	0,0622	3 583 126
De Nederlandsche Bank	3,8937	224 302 523	3,8937	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	116 128 992	2,0159	116 128 992
Banco de Portugal	1,7137	98 720 300	1,7137	98 720 300
Banka Slovenije	0,3194	18 399 524	0,3194	18 399 524
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	71 708 601	1,2448	71 708 601
Sous-total pour les BCN de la zone euro	69,5092	4 004 183 400	69,6963	4 014 961 580
Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie)	0,8833	3 561 869	0,8833	3 561 869
Česká národní banka	1,3880	5 597 050	1,3880	5 597 050
Danmarks Nationalbank	1,5138	6 104 333	1,5138	6 104 333
Eesti Pank	0,1703	686 727	0,1703	686 727
Banque centrale de Chypre	0,1249	503 654	-	-
Latvijas Banka	0,2813	1 134 330	0,2813	1 134 330
Lietuvos bankas	0,4178	1 684 760	0,4178	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	5 299 051	1,3141	5 299 051
Central Bank of Malta	0,0622	250 819	-	-
Narodowy Bank Polski	4,8748	19 657 420	4,8748	19 657 420
Banca Națională a României	2,5188	10 156 952	2,5188	10 156 952
Národná banka Slovenska	0,6765	2 727 957	0,6765	2 727 957
Sveriges Riksbank	2,3313	9 400 866	2,3313	9 400 866
Bank of England	13,9337	56 187 042	13,9337	56 187 042
Sous-total pour les BCN hors zone euro	30,4908	122 952 830	30,3037	122 198 358
Total	100,0000	4 127 136 230	100,0000	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 2008, ces contributions s'élevaient, au total, à 122 198 358 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.

16 ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

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'UE, à proportion égale, sur la base des données notifiées à la BCE par la Commission européenne. Ces pondérations sont ajustées tous

les cinq ans.¹⁷ 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 européenne,¹⁸ 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 du 1 ^{er} janvier 2008 au 31 décembre 2008 %	Clé de répartition du capital à compter du 1 ^{er} janvier 2009 %
Banque nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Banque de Grèce	1,8168	1,9649
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Banque centrale de Chypre	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Central Bank of Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska	-	0,6934
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	1,2539
Sous-total pour les BCN de la zone euro	69,6963	69,7915
Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie)	0,8833	0,8686
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	-
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
Sous-total pour les BCN hors zone euro	30,3037	30,2085
Total	100,0000	100,0000

ENTRÉE DE LA SLOVAQUIE DANS LA ZONE EURO

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 2008¹⁹, la Národná banka Slovenska a versé un montant de 37 216 407 euros au 1^{er} janvier 2009, somme qui représente le reliquat de sa contribution au capital de la BCE. Conformément à l'article 30.1 des statuts du SEBC, la Národná banka Slovenska a transféré à la BCE des avoirs de réserve de change d'une valeur totale équivalente à 443 086 156 euros, avec effet au 1^{er} janvier 2009. Le montant total transféré a été déterminé en multipliant la valeur en euros, aux taux de change en vigueur le 31 décembre 2008, des avoirs de réserve de change déjà transférés à la BCE par le nombre de parts souscrites par la Národná banka Slovenska rapporté au nombre de parts déjà libérées par les autres BCN ne faisant pas l'objet d'une dérogation. Ces avoirs de réserve de change étaient constitués de dollars sous la forme de titres et de numéraire, d'une part, et d'or, d'autre part, dans les proportions de 85 et 15 respectivement.

La Národná banka Slovenska a reçu des créances correspondant à sa contribution au capital libéré et aux avoirs de réserve de change équivalentes aux montants transférés. Ces créances doivent être traitées de manière identique aux créances existantes détenues par les autres BCN participantes (cf. la note 11 « Engagements intra-Eurosystème »).

17 Ces pondérations sont également ajustées chaque fois que de nouveaux États membres adhèrent à l'Union européenne.

18 JO L 181 du 19.7.2003

19 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 ; 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

INCIDENCE SUR LE 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.

INCIDENCE SUR LES CRÉANCES DES BCN AU TITRE DES AVOIRS DE RÉSERVE DE CHANGE TRANSFÉRÉS À LA BCE

La modification des pondérations des BCN dans la clé de répartition du capital de la BCE et le transfert d'avoirs de réserve de change par la Národná banka Slovenska ont eu pour effet net une augmentation de 54 841 411 euros des créances des BCN au titre des avoirs de réserve de change transférés à la BCE.

INSTRUMENTS DE HORS BILAN

17 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 2008 des opérations de cession temporaire pour un montant de 1,2 milliard d'euros (3 milliards en 2007) (cf. « Les opérations de cession temporaire » dans les notes relatives aux règles et aux méthodes comptables).

18 CONTRATS À TERME À CARACTÈRE FERME DE TAUX D'INTÉRÊT

En 2008, des contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt ont été utilisés dans le cadre de la gestion des réserves de change et des fonds

propres de la BCE. Au 31 décembre 2008, l'encours des transactions s'élevait à :

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises	Montant du contrat Contre-valeur en euros
Achats	2 041 082 857
Ventes	1 209 470 518

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en euros	Montant du contrat Contre-valeur en euros
Achats	50 000 000
Ventes	33 000 000

19 SWAPS DE TAUX D'INTÉRÊT

Au 31 décembre 2008, le montant des *swaps* de taux d'intérêt s'établissait à 459,3 millions d'euros. Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

20 OPÉRATIONS DE SWAPS 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, le montant des opérations de *swap* de change et de change à terme s'élevait au 31 décembre 2008 à 358,1 millions d'euros pour les créances et à 404,3 millions d'euros pour les engagements.

OPÉRATIONS D'APPORT DE LIQUIDITÉ

Au 31 décembre 2008, le montant des engagements à terme envers la Danmarks Nationalbank se situait à 3,9 milliards d'euros. Ces engagements proviennent de la mise en œuvre du dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de *swap*) établi avec la BCE, 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.

En outre, il subsistait au 31 décembre 2008 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 9 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

Au 31 décembre 2008, 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 9 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

pourrait être 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.

21 GESTION DES OPÉRATIONS D'EMPRUNT ET DE PRÊT

Conformément à l'article 123, paragraphe 2, du Traité et à l'article 9 du Règlement du Conseil (CE) No 332/2002 du 18 février 2002, la BCE assume la responsabilité de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires aux termes du mécanisme de soutien financier à moyen terme. Dans le cadre de ce dispositif, un prêt de 2 milliards d'euros accordé à la Hongrie par la Communauté européenne était comptabilisé au 31 décembre 2008.

22 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 BCE.²¹ 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 fermement qu'elle n'a en aucune manière contrefait le brevet et elle contestera par conséquent toute action en contrefaçon qui

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.

ANNEXE AU COMPTE DE RÉSULTAT

23 PRODUIT NET D'INTÉRÊT

PRODUITS D'INTÉRÊT AU TITRE DES AVOIRS DE RÉSERVE EN DEVISES

Ce poste comprend les produits d'intérêt, déduction faite des charges d'intérêt, au titre des créances et engagements libellés en devises, comme suit :

	2008 euros	2007 euros	Variation euros
Produits d'intérêt sur comptes courants	11 202 181	24 052 321	(12 850 140)
Produits d'intérêt sur dépôts du marché monétaire	218 184 237	196 784 561	21 399 676
Produits d'intérêt sur prises en pension	42 404 485	138 079 630	(95 675 145)
Produits d'intérêt sur titres	885 725 044	1 036 836 752	(151 111 708)
Produits nets d'intérêt sur <i>swaps</i> de taux d'intérêt	2 299 631	0	2 299 631
Produits nets d'intérêt sur opérations à terme et <i>swaps</i> en devises	0	19 766 033	(19 766 033)
Total des produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises	1 159 815 578	1 415 519 297	(255 703 719)
Charges d'intérêt sur comptes courants	(45 896)	(154 041)	108 145
Charges d'intérêt sur dépôts reçus	(1 574 337)	0	(1 574 337)
Charges nettes d'intérêt sur mises en pension	(29 492 415)	(60 476 997)	30 984 582
Charges nettes d'intérêt sur <i>swaps</i> de taux d'intérêt	0	(891)	891
Charges nettes d'intérêt sur opérations à terme et <i>swaps</i> en devises	(131 627 488)	0	(131 627 488)
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises (nets)	997 075 442	1 354 887 368	(357 811 926)

PRODUITS D'INTÉRÊT AU TITRE DE LA RÉPARTITION DES BILLETS EN EUROS DANS L'EUROSYSTÈME

Ce poste comprend les produits d'intérêt de la BCE liés à sa part dans l'émission totale des billets en euros. 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. L'augmentation des produits en 2008 reflète principalement la hausse générale de l'encours des billets en euros en circulation.

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 2008 et compte tenu de la décision d'affecter le revenu monétaire de la BCE à la provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or (cf. la note 13 « Provisions »), le Conseil des gouverneurs a décidé de répartir le reliquat du revenu monétaire, soit 1,2 milliard d'euros, 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 (8 milliards d'euros contre 3,9 milliards en 2007) et les charges d'intérêt (7,6 milliards contre 3,8 milliards en 2007) 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 figurent également dans cette rubrique.

24 PLUS-VALUES/(MOINS-VALUES) RÉALISÉES SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Les plus-values/(moins-values) nettes réalisées sur les opérations financières en 2008 ont été les suivantes :

	2008 euros	2007 euros	Variation euros
Plus-values/ (moins-values) nettes réalisées sur titres et sur contrats à terme de taux d'intérêt	349 179 481	69 252 941	279 926 540
Plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or	313 162 603	709 294 272	(396 131 669)
Plus-values réalisées sur opérations financières	662 342 084	778 547 213	(116 205 129)

La diminution globale, en 2008, des plus-values nettes réalisées sur avoirs de réserve et or est attribuable principalement à la baisse du volume des ventes d'or durant l'exercice (cf. la note 1 « Avoirs et créances en or »).

25 MOINS-VALUES LATENTES SUR ACTIFS FINANCIERS ET POSITIONS DE CHANGE

	2008 euros	2007 euros	Variation euros
Moins-values latentes sur titres	(2 164 000)	(15 864 181)	13 700 181
Moins-values latentes sur swaps de taux d'intérêt	(476 831)	(18 899)	(457 932)
Moins-values latentes de change	(21 271)	(2 518 369 734)	2 518 348 463
Total	(2 662 102)	(2 534 252 814)	2 531 590 712

En 2008, cette charge a résulté essentiellement de l'ajustement du coût d'acquisition des titres

figurant au bilan à leur valeur de marché au 30 décembre 2008.

26 CHARGE NETTE DE COMMISSIONS

	2008 euros	2007 euros	Variation euros
Commissions (produits)	588 052	263 440	324 612
Commissions (charges)	(737 059)	(885 131)	148 072
Charge nette de commissions	(149 007)	(621 691)	472 684

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 libellés en devises (cf. la note 18 « Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt »).

27 PRODUITS DES ACTIONS ET DES TITRES DE PARTICIPATION

Les dividendes reçus au titre des actions de la BRI (cf. la note 6 « Autres actifs ») sont présentés dans cette rubrique.

28 AUTRES PRODUITS

Les autres produits divers perçus durant l'exercice proviennent essentiellement 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 et de la reprise de provisions administratives devenues sans objet.

29 CHARGES DE PERSONNEL

Les traitements et indemnités, les cotisations au régime d'assurance maladie et les coûts divers

(149,9 millions d'euros, après 141,7 millions en 2007) figurent sous cette rubrique. Les charges de personnel liées à la construction des nouveaux locaux de la BCE, d'un montant de 1,1 million d'euros (1,1 million en 2007), 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 des Communautés européennes, 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 2008 et 2007 ont été les suivants :

	2008 euros	2007 euros
Jean-Claude Trichet (président)	351 816	345 252
Lucas D. Papademos (vice-président)	301 548	295 920
Gertrude Tumpel-Gugerell (membre du Directoire)	251 280	246 588
José Manuel González-Páramo (membre du Directoire)	251 280	246 588
Lorenzo Bini Smaghi (membre du Directoire)	251 280	246 588
Jürgen Stark (membre du Directoire)	251 280	246 588
Total	1 658 484	1 627 524

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 600 523 euros (579 842 en 2007), portant le montant total des émoluments à 2 259 007 euros (2 207 366 en 2007).

Des indemnités temporaires sont versées aux anciens membres du Directoire pendant un certain temps après la fin de leur mandat. En 2008, ces indemnités et les cotisations de la BCE aux régimes d'assurance maladie et accidents se sont élevées à 30 748 euros (52 020 en 2007). 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 306 798 euros (249 902 en 2007).

Ce poste inclut également un montant de 24,3 millions d'euros (27,2 millions en 2007) comptabilisé au titre du plan de retraite de la BCE et des autres avantages postérieurs à l'emploi (cf. la note 12 « Autres engagements »).

À fin 2008, le nombre effectif, en équivalent temps plein, des personnes titulaires d'un contrat de travail à la BCE s'élevait à 1 536²², dont 144 occupaient des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2008²³ :

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.

23 En 2007, les chiffres figurant dans ce tableau prenaient en compte les personnes en congé parental ou en congé sans solde, mais n'englobaient pas les agents titulaires de contrats à court terme, le personnel des autres banques centrales du SEBC détaché à titre temporaire à la BCE et les participants au Graduate Programme de la BCE. La présentation des chiffres pour 2008 a été modifiée afin de les rendre plus pertinents dans la perspective de l'utilisation des états financiers. Les chiffres de 2007 ont été corrigés en conséquence.

	2008	2007
Au 1 ^{er} janvier	1 478	1 416
Nouveaux membres du personnel	307	310
Démissions/fin de contrat	238	235
Baisse nette liée aux changements des modalités de l'emploi à temps partiel	11	13
Au 31 décembre	1 536	1 478
Effectif moyen	1 499	1 448

30 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.

31 SERVICES DE PRODUCTION DES BILLETS

Ces dépenses ont trait aux coûts de transport transfrontière des billets en euros entre BCN pour faire face aux fluctuations imprévues de la demande. Ces coûts sont supportés de façon centralisée par la BCE.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60393 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0

25 February 2009

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 2008, 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 2008, 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, 25 February 2009

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jens Rohlfing
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton
ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

Cette page, publiée par la BCE, est une traduction de courtoisie du rapport du commissaire aux comptes extérieur de la BCE. En cas de divergence d'interprétation, seule la version anglaise signée par PWC fait foi.

Au Président et au Conseil des gouverneurs
de la Banque centrale européenne
Francfort-sur-le-Main

le 25 février 2009

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 2008, 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 2008 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 25 février 2009

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 2008.

REVENU LIÉ À LA PART DE LA BCE DANS LE TOTAL DES BILLETS EN CIRCULATION

En 2007, à la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, le revenu total, de 2,004 milliards d'euros, lié à la part de la BCE dans le total des billets en circulation a été conservé afin d'assurer que la distribution totale du bénéfice de la BCE pour l'année ne dépasse pas le bénéfice net pour l'exercice. Pour 2008, 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, proportionnellement aux parts qu'elles ont libérées dans le capital souscrit de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs a décidé le 5 mars 2009 de ne pas abonder le fonds de réserve générale et de distribuer le solde restant de 117 millions d'euros aux BCN de la zone euro proportionnellement aux parts de capital qu'elles ont libérées.

Les BCN n'appartenant pas à la zone euro ne peuvent recevoir aucune part du bénéfice distribuable de la BCE.

	2008 euros	2007 euros
Bénéfice de l'exercice	1 322 253 536	0
Revenu lié à l'émission de billets par la BCE distribué aux BCN	(1 205 675 418)	0
Bénéfice de l'exercice après distribution du revenu lié à l'émission de billets par la BCE	116 578 118	0
Distribution du bénéfice aux BCN	(116 578 118)	0
Total	0	0

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 prorata et jusqu'à concurrence des montants alloués aux BCN, conformément à l'article 32.5 des Statuts du SEBC¹.

¹ L'article 32.5 des statuts du SEBC précise que la somme des revenus monétaires des BCN est répartie entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.

5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2008

(EN MILLIONS D'EUROS)

ACTIF	31 DÉCEMBRE 2008 ¹	31 DÉCEMBRE 2007 ²
1 Avoirs et créances en or	217 722	201 584
2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	160 372	139 030
2.1 Créances sur le FMI	13 192	9 057
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	147 180	129 973
3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro	234 293	41 975
4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	18 651	18 822
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	18 651	18 822
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	860 312	637 178
5.1 Opérations principales de refinancement	239 527	368 607
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	616 662	268 477
5.3 Opérations de réglage fin	0	0
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	4 057	91
5.6 Appels de marge versés	66	2
6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro	56 988	23 798
7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	271 196	143 983
8 Créances en euros sur des administrations publiques	37 438	37 062
9 Autres actifs	218 134	264 454
Total de l'actif	2 075 107	1 507 887

Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

1 Les chiffres consolidés au 31 décembre 2008 incluent également la Banka Slovenije qui est membre de l'Eurosystème depuis le 1^{er} janvier 2008.

2 Les données au 31 décembre 2007 ont été modifiées de manière à intégrer les reclassements intervenus le 31 décembre 2008.

PASSIF	31 DÉCEMBRE 2008	31 DÉCEMBRE 2007
1 Billets en circulation	762 921	676 678
2 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire	492 310	379 183
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	291 710	267 337
2.2 Facilité de dépôt	200 487	8 831
2.3 Reprises de liquidités en blanc	0	101 580
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	113	1 435
3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro	328	126
4 Certificats de dette émis	0	0
5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	91 077	46 183
5.1 Administrations publiques	83 282	38 115
5.2 Autres engagements	7 794	8 069
6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	293 592	45 094
7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	5 723	2 490
8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	10 258	15 553
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	10 258	15 553
8.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0
9 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	5 465	5 279
10 Autres passifs	166 500	123 076
11 Comptes de réévaluation	175 735	147 123
12 Capital et réserves	71 200	67 101
Total du passif	2 075 107	1 507 887

ANNEXES

INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau suivant présente les instruments juridiques adoptés par la BCE en 2008 et début 2009 et publiés au Journal officiel de l'Union européenne. Des exemplaires du Journal officiel peuvent être obtenus auprès de l'Office des publications officielles des

Communautés européennes. Une liste de tous les instruments juridiques adoptés par la BCE depuis sa création et publiés au Journal officiel peut être consultée sur le site internet de la BCE à la rubrique « *Legal Framework* » (Cadre juridique).

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2008/1	Recommandation de la Banque centrale européenne du 28 janvier 2008 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Suomen Pankki	JO C 29, 01.02.2008
BCE/2008/2	Recommandation de la Banque centrale européenne du 30 avril 2008 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banque centrale européenne	JO C 114, 09.05.2008
BCE/2008/3	Décision de la Banque centrale européenne du 15 mai 2008 relative aux procédures d'autorisation de sécurité des fabricants d'éléments de sécurité euro pour les billets en euros	JO L 140, 30.05.2008
BCE/2008/4	Orientation de la Banque centrale européenne du 19 juin 2008 modifiant l'orientation BCE/2006/9 relative à certains préparatifs en vue du basculement à l'euro fiduciaire et concernant la préalimentation et la sous-préalimentation des billets et pièces en euros hors de la zone euro	JO L 176, 04.07.2008
BCE/2008/5	Orientation de la Banque centrale européenne du 20 juin 2008 concernant la gestion des avoirs de réserve de change de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales et la documentation juridique requise pour les opérations portant sur ces avoirs (refonte)	JO L 192, 19.07.2008
BCE/2008/6	Orientation de la Banque centrale européenne du 26 août 2008 modifiant l'orientation BCE/2002/7 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne en matière de comptes financiers trimestriels	JO L 259, 27.09.2008
BCE/2008/7	Orientation de la Banque centrale européenne du 5 septembre 2008 modifiant l'orientation BCE/2005/5 du 17 février 2005 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne et aux procédures d'échange d'informations statistiques au sein du Système européen de banques centrales en matière de statistiques de finances publiques	JO L 276, 17.10.2008

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2008/8	Orientation de la Banque centrale européenne du 11 septembre 2008 relative à la collecte de données concernant l'euro et au fonctionnement du système d'information sur les données fiduciaires 2	JO L 346, 23.12.2008
BCE/2008/9	Recommandation pour un règlement du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 2533/98 concernant la collecte d'informations statistiques par la BCE	JO C 251, 03.10.2008
BCE/2008/10	Règlement de la Banque centrale européenne du 22 octobre 2008 modifiant le règlement BCE/2003/9 concernant l'application de réserves obligatoires	JO L 282, 25.10.2008
BCE/2008/11	Règlement de la Banque centrale européenne du 23 octobre 2008 concernant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties	JO L 282, 25.10.2008
BCE/2008/13	Orientation de la Banque centrale européenne du 23 octobre 2008 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/2008/14	Décision de la Banque centrale européenne du 28 octobre 2008 portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne à la suite de l'introduction de l'euro en Slovaquie	JO L 319, 29.11.2008
BCE/2008/15	Décision de la Banque centrale européenne du 14 novembre 2008 concernant l'application du règlement BCE/2008/11 du 23 octobre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties	JO L 309, 20.11.2008
BCE/2008/16	Recommandation de la Banque centrale européenne du 17 novembre 2008 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Banque centrale du Luxembourg	JO C 299, 22.11.2008
BCE/2008/17	Décision de la Banque centrale européenne du 17 novembre 2008 établissant le cadre applicable aux achats conjoints de l'Eurosystème	JO L 319, 29.11.2008
BCE/2008/18	Orientation de la Banque centrale européenne du 21 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties	JO L 314, 25.11.2008
BCE/2008/19	Recommandation de la Banque centrale européenne du 5 décembre 2008 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	JO C 322, 17.12.2008

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2008/20	Décision de la Banque centrale européenne du 11 décembre 2008 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2009	JO L 352, 31.12.2008
BCE/2008/21	Orientation de la Banque centrale européenne du 11 décembre 2008 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 36, 05.02.2009
BCE/2008/22	Décision de la Banque centrale européenne du 11 décembre 2008 modifiant la décision BCE/2006/17 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne	JO L 36, 05.02.2009
BCE/2008/23	Décision de la Banque centrale européenne du 12 décembre 2008 concernant les parts exprimées en pourcentage des banques centrales nationales dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la Banque centrale européenne	JO L 21, 24.01.2009
BCE/2008/24	Décision de la Banque centrale européenne du 12 décembre 2008 arrêtant les mesures nécessaires à la libération du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales participantes	JO L 21, 24.01.2009
BCE/2008/25	Décision de la Banque centrale européenne du 12 décembre 2008 fixant les modalités des transferts des parts de capital de la Banque centrale européenne entre les banques centrales nationales et de l'adaptation du capital libéré	JO L 21, 24.01.2009
BCE/2008/26	Décision de la Banque centrale européenne du 12 décembre 2008 modifiant la décision BCE/2001/15 du 6 décembre 2002 relative à l'émission des billets en euros	JO L 21, 24.01.2009
BCE/2008/27	Décision de la Banque centrale européenne du 12 décembre 2008 arrêtant les mesures nécessaires à la contribution à la valeur des fonds propres accumulés de la Banque centrale européenne et à l'adaptation des créances des banques centrales nationales équivalentes aux avoirs de réserve de change transférés	JO L 21, 24.01.2009
BCE/2008/28	Décision de la Banque centrale européenne du 15 décembre 2008 arrêtant les mesures nécessaires à la libération du capital de la Banque centrale européenne par les banques centrales nationales non participantes	JO L 21, 24.01.2009
BCE/2008/29	Décision de la Banque centrale européenne du 18 décembre 2008 relative à l'application différée du système de rotation au sein du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne	JO L 3, 07.01.2009

Numéro	Titre	Référence au JO
BCE/2008/30	Règlement de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des sociétés-écrans effectuant des opérations de titrisation	JO L 15, 20.01.2009
BCE/2008/31	Orientation de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 modifiant l'orientation BCE/2007/9 relative aux statistiques monétaires, des institutions financières et des marchés de capitaux (refonte)	JO L 53, 26.02.2009
BCE/2008/32	Règlement de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 concernant le bilan du secteur des institutions financières monétaires (refonte)	JO L 15, 20.01.2009
BCE/2008/33	Décision de la Banque centrale européenne 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, 24.01.2009
BCE/2009/1	Orientation de la Banque centrale européenne 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 Banque centrale européenne 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 Banque centrale européenne 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

AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau ci-après présente les avis adoptés par la BCE en 2008 et début 2009 en vertu de l'article 105 (4) du Traité et de l'article 4 des statuts du SEBC, de l'article 112 (2) (b) du Traité et de l'article 11.2 des Statuts. Une liste de l'ensemble des avis adoptés par la BCE depuis sa création peut être consultée sur le site internet de la BCE.

(a) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'un État membre¹

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2008/1	Chypre	Contrôle de la reproduction des billets et des pièces en euros à Chypre
CON/2008/2	République tchèque	Répartition des compétences entre la Česká národní banka et le ministère des Finances en ce qui concerne la préparation de certains projets de loi et leur soumission au gouvernement
CON/2008/3	Allemagne	Législation allemande relative aux pièces
CON/2008/4	Suède	Modification du statut de la Sveriges Riksbank en ce qui concerne le mandat des membres du directoire
CON/2008/5	Pologne	Modifications relatives à la gouvernance, au contrôle et au mode de financement du système de protection des dépôts, notamment en ce qui concerne la participation du Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portugal	Principes, règles et structure du système statistique national et rôle du Banco de Portugal
CON/2008/7	Roumanie	Modifications des lois relatives aux chèques, aux lettres de change et aux billets à ordre
CON/2008/8	France	Conséquences pour leur régime monétaire du changement de statut de Saint-Martin et Saint-Barthélemy en droit français
CON/2008/9	Allemagne	Relations de travail entre la Deutsche Bundesbank et son personnel
CON/2008/10	Italie	Rémunérations au sein de la Banca d'Italia et réforme structurelle des comptes détenus par les administrations publiques auprès d'elle
CON/2008/11	Portugal	Contrôle des commissaires aux comptes et rôle du Banco de Portugal à cet égard
CON/2008/13	Grèce	Réforme du système grec de sécurité sociale en ce qui concerne la Banque de Grèce
CON/2008/14	Estonie	Modifications administratives apportées à la loi relative à l'Eesti Pank

¹ En décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé que les avis de la BCE émis à la demande des autorités nationales seraient en règle générale publiés immédiatement après leur adoption et transmission à l'autorité consultante.

² Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2008/16	Finlande	Intégration de la surveillance du secteur financier et du secteur des assurances
CON/2008/17	Luxembourg	Pouvoirs de la Banque centrale du Luxembourg et régime de pension de ses agents
CON/2008/18	Slovaquie	Législation relative aux systèmes de paiement assurant sa compatibilité avec le traité et facilitant une migration sans heurts du système de paiement national vers TARGET2
CON/2008/20	Pologne	Rôle du Narodowy Bank Polski en ce qui concerne la compensation et le règlement des opérations sur titres ainsi que le système de dépositaire central de titres
CON/2008/21	République tchèque	Projet de loi relative à la Česká národní banka
CON/2008/23	Slovaquie	Projet de réglementation relative au double affichage dans les secteurs bancaire, des marchés financiers, de l'assurance et de l'épargne retraite, ainsi qu'aux règles d'arrondi applicables à certains types de titres
CON/2008/24	Grèce	Dérogation au droit des sociétés en ce qui concerne certaines opérations effectuées par des établissements de crédit
CON/2008/25	Slovaquie	Double affichage des montants dans le secteur des jeux d'argent
CON/2008/26	Pologne	Règles régissant le remplacement des billets et des pièces endommagés
CON/2008/27	Slovaquie	Double affichage et règles d'arrondi applicables dans les secteurs du travail et de la sécurité sociale
CON/2008/29	Bulgarie	Modifications de la loi relative aux statistiques
CON/2008/30	Autriche	Introduction de l'assurance sur la vie orientée vers des placements et règles de conduite applicables aux sociétés d'assurance
CON/2008/31	Roumanie	Modification du statut de la Banca Națională a României
CON/2008/32	Pologne	Modifications relatives à la gouvernance, au contrôle et au mode de financement du système de protection des dépôts, notamment en ce qui concerne la participation du Narodowy Bank Polski

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2008/33	Belgique	Institution du comité d'audit de la Banque nationale de Belgique
CON/2008/34	Suède	Indépendance financière de la Sveriges Riksbank
CON/2008/35	Danemark	Suppression du cours légal de la pièce à plus petite valeur unitaire
CON/2008/36	Lettonie	Législation relative aux billets et aux pièces
CON/2008/38	Malte	Cadre juridique pour le recyclage des billets en euros par les établissements de crédit et les autres professionnels appelés à manipuler des espèces
CON/2008/39	Pologne	Comité de stabilité financière
CON/2008/40	Slovaquie	Nouvelles règles techniques détaillées relatives au passage à l'euro
CON/2008/41	Autriche	Financement d'une contribution de l'Autriche à l'allègement de la dette du Libéria
CON/2008/42	Luxembourg	Modifications permettant à la Banque centrale du Luxembourg de contribuer de manière plus efficace à la stabilité financière et clarifiant le régime des réserves obligatoires
CON/2008/43	Slovénie	Restrictions et interdictions applicables aux titulaires de fonctions publiques
CON/2008/44	Irlande	Mesures de soutien financier en faveur des établissements de crédit
CON/2008/46	Belgique	Garantie d'État couvrant les crédits accordés par la Banque nationale de Belgique dans le cadre de sa contribution à la stabilité financière
CON/2008/47	Suède	Échange et retrait des billets et des pièces
CON/2008/48	Irlande	Mise en œuvre des mesures de soutien financier en faveur des établissements de crédit
CON/2008/49	Allemagne	Remplacement des pièces en euros et des pièces commémoratives en euros allemandes
CON/2008/50	Belgique	Garantie d'État couvrant les engagements des établissements de crédit
CON/2008/51	Grèce	Systèmes de garantie des dépôts et de protection des investisseurs

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2008/52	Espagne	Création d'un fonds d'acquisition des actifs financiers et autres mesures gouvernementales contribuant à la stabilité financière
CON/2008/53	Pologne	Élargissement du cadre juridique régissant la collecte d'informations statistiques par le Narodowy Bank Polski
CON/2008/54	Danemark	Dispositif de stabilité financière garantissant la couverture complète des créances des déposants et des créanciers ordinaires
CON/2008/55	Autriche	Mesures juridiques visant à rétablir la stabilité du marché financier
CON/2008/56	France	Fourniture de garanties d'État en vue de contribuer à la stabilité financière
CON/2008/57	Allemagne	Création d'un fonds de stabilisation du marché financier et autres mesures concernant la stabilité financière
CON/2008/58	Italie	Mesures visant à garantir la stabilité du système bancaire
CON/2008/59	Suède	Mesures visant à stabiliser le système financier
CON/2008/60	Espagne	Opérations du fonds d'acquisition des actifs financiers
CON/2008/61	Belgique	Protection des dépôts et de certains produits d'assurance-vie
CON/2008/62	Suède	Octroi d'une garantie d'État aux banques et aux sociétés actives sur le marché du crédit
CON/2008/64	Belgique	Gestion des informations relatives aux émetteurs dans le cadre de la dématérialisation de leurs titres
CON/2008/65	Italie	Mise en œuvre des mesures visant à garantir la stabilité du système bancaire
CON/2008/66	Lituanie	Modification de l'obligation de constitution de réserves obligatoires
CON/2008/67	Espagne	Conditions applicables à l'octroi des garanties d'État
CON/2008/68	Finlande	Mesures visant à assurer la stabilité financière relatives au fonds de garantie gouvernemental
CON/2008/69	Irlande	Extension du champ d'application du système de garantie des dépôts
CON/2008/71	Bulgarie	Création d'un registre des établissements financiers géré par la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie)
CON/2008/72	Roumanie	Utilisation des réserves de change en faveur du tourisme

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
CON/2008/73	Bulgarie	Modification du statut de la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie) en vue de l'introduction de l'euro
CON/2008/74	Belgique	Garantie d'État visant à éviter les sorties de liquidités
CON/2008/75	Finlande	Apport de capitaux par l'État aux banques de dépôt
CON/2008/76	Slovénie	Garanties d'État et autres mesures visant à préserver la stabilité du système financier
CON/2008/78	Bulgarie	Rôle de la Българска народна банка (Banque nationale de Bulgarie) en ce qui concerne les établissements de paiement et les opérateurs de système de paiement ainsi que la surveillance des systèmes de paiement et de règlement
CON/2008/79	Grèce	Mesures visant à améliorer la disponibilité de liquidités au sein de l'économie
CON/2008/80	Pologne	Octroi d'un soutien aux institutions financières par le Trésor
CON/2008/81	Hongrie	Mesures visant à renforcer le système d'intermédiation financière afin de préserver la stabilité financière
CON/2008/82	Espagne	Paiement au Trésor des bénéfices réalisés par le Banco de España
CON/2008/83	Hongrie	Adaptation du statut de la Magyar Nemzeti Bank au droit communautaire
CON/2008/85	France	Modernisation du cadre juridique applicable aux instruments financiers
CON/2008/86	Slovaquie	Circulation des espèces
CON/2008/87	Espagne	Modification de la loi relative aux systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres
CON/2008/88	Slovénie	Critères et conditions applicables à l'octroi d'une garantie d'État
CON/2008/89	Lettonie	Instruments de politique monétaire
CON/2008/90	Hongrie	Traitement et distribution des billets et des pièces et mesures techniques destinées à prévenir le faux-monnayage
CON/2008/91	Belgique	Application à la Banque nationale de Belgique des limites fixées aux indemnités de départ des administrateurs exécutifs de sociétés cotées en bourse
CON/2008/92	Slovénie	Critères et conditions applicables à l'octroi de prêts par l'État
CON/2009/2	Lettonie	Garanties d'État couvrant les prêts bancaires

Numéro ²	Origine de la consultation	Objet
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	Modification 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
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 National Pensions Reserve Fund (fonds national de réserve pour les retraites) d'investir dans des établissements financiers dans le cadre de la recapitalisation des banques

(b) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'une institution européenne³

Numéro⁴	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2008/12	Conseil de l'UE	Statistiques communautaires relatives au commerce extérieur avec les pays tiers	JO C 70, 15.03.2008
CON/2008/15	Conseil de l'UE	Codification du règlement du Conseil relatif à l'application du protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs	JO C 88, 09.04.2008
CON/2008/19	Conseil de l'UE	Introduction de la procédure de réglementation avec contrôle en ce qui concerne certains actes en matière de statistiques	JO C 117, 14.05.2008
CON/2008/22	Commission européenne	Application du règlement relatif aux statistiques sur les emplois vacants dans la Communauté en ce qui concerne les procédures de correction des variations saisonnières, les rapports sur la qualité, la collecte des données, les spécifications de transmission et les études de faisabilité	JO C 134, 31.05.2008
CON/2008/28	Conseil de l'UE	Introduction de l'euro en Slovaquie et taux de conversion en euro de la couronne slovaque	JO C 180, 17.07.2008
CON/2008/37	Conseil de l'UE	Modification de la directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et de la directive concernant les contrats de garantie financière en ce qui concerne les systèmes liés et les créances privées	JO C 216, 23.08.2008
CON/2008/45	Conseil de l'UE	Médailles et jetons similaires aux pièces en euros	JO C 283, 07.11.2008
CON/2008/63	Commission européenne	Nouvelle décision concernant le Comité européen des contrôleurs bancaires	JO C 45, 24.02.2009

³ Également publiés sur le site internet de la BCE.

⁴ Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro ⁴	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2008/70	Conseil de l'UE	Modification de la directive relative aux systèmes de garantie des dépôts en ce qui concerne le niveau de garantie et le délai de remboursement	JO C 314, 09.12.2008
CON/2008/77	Conseil de l'UE	Proposition de règlement du Conseil établissant un mécanisme de soutien financier à moyen terme des balances des paiements des États membres	JO C 328, 23.12.2008
CON/2008/84	Conseil de l'UE	Directive concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements	JO C 30, 06.02.2009
CON/2009/1	Conseil de l'UE	Nouveau règlement concernant 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 l'indice des prix à la consommation harmonisé	Non encore publié

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 le 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 le 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 % 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 % et 3 % 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, à 3,75 % à

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.

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 2,00 % à compter de l'opération devant être réglée le 21 janvier 2009. En outre, le Conseil décide que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la

facilité de dépôt sont fixés à, respectivement, 3,00 % et 1,00 % avec effet au 21 janvier 2009, conformément à la décision du 18 décembre 2008.

5 FÉVRIER 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,00 %, 3,00 % et 1,00 %.

5 MARS 2009

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide d'abaisser le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de 50 points de base, à 1,50 % à compter de l'opération devant être réglée le 11 mars 2009. En outre, le Conseil décide que le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt sont fixés à, respectivement, 2,50 % et 0,50 % avec effet au 11 mars 2009.

Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs décide de maintenir la procédure d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant 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. 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.

COMMUNICATIONS DE LA BCE RELATIVES AUX APPORTS DE LIQUIDITÉ EN EUROS¹

14 JANVIER 2008

OPÉRATIONS PRINCIPALES DE REFINANCEMENT

La BCE continue de surveiller attentivement les conditions de la liquidité afin de maintenir les taux à très court terme à un niveau proche du taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement. Elle décide d'allouer, aussi longtemps que nécessaire, un volume de liquidité supérieur au montant de référence lors de ses opérations principales de refinancement afin de répondre au souhait des contreparties de remplir leurs obligations de réserves tôt durant la période de constitution. La BCE vise des conditions de liquidité équilibrées à la fin de la période de constitution des réserves obligatoires.

7 FÉVRIER 2008

OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME SUPPLÉMENTAIRES

Le Conseil des gouverneurs décide de renouveler les deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires dont l'adjudication a eu lieu le 23 novembre 2007 (60 milliards d'euros) et le 12 décembre 2007 (60 milliards d'euros), et qui arriveront à échéance, respectivement, le 21 février 2008 et le 13 mars 2008. Le renouvellement de ces deux opérations supplémentaires vise à consolider les progrès réalisés jusqu'ici dans la normalisation du fonctionnement du marché monétaire de l'euro. Il sera effectué comme suit et sera sans incidence sur les opérations de refinancement à plus long terme régulières : les deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires seront effectuées par voie d'appel d'offres à taux variable, chacune d'elles portant sur un montant fixé à l'avance de 60 milliards d'euros. La première opération sera réglée le 21 février 2008 et arrivera à échéance le 22 mai 2008. La deuxième opération sera réglée le 13 mars 2008 et arrivera à échéance le jeudi 12 juin 2008. Ces deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires seront effectuées par voie d'appel d'offres

normal, l'annonce et l'adjudication ayant lieu, respectivement, deux jours et un jour avant le règlement.

28 MARS 2008

OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME SUPPLÉMENTAIRES

Le Conseil des gouverneurs décide, lors de sa réunion du 27 mars 2008, de procéder à des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de six mois. En outre, il a décidé de procéder à des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de trois mois. Elles seront sans incidence sur les opérations de refinancement à plus long terme régulières. Les opérations supplémentaires visent à favoriser la normalisation du fonctionnement du marché monétaire de l'euro. Elles seront toutes effectuées selon la procédure normale d'appel d'offres à taux variable et porteront sur des montants fixés à l'avance. En principe, elles arriveront à échéance le deuxième jeudi du mois concerné. Une opération de refinancement à plus long terme supplémentaire d'une durée de six mois et portant sur un montant fixé à l'avance de 25 milliards d'euros, aura lieu le mercredi 2 avril, sera réglée le jeudi 3 avril et arrivera à échéance le jeudi 9 octobre 2008. Une autre opération de refinancement à plus long terme supplémentaire d'une durée de six mois et portant sur un montant de 25 milliards d'euros aura lieu le mercredi 9 juillet, sera réglée le jeudi 10 juillet et arrivera à échéance le jeudi 8 janvier 2009. Deux nouvelles opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires assorties d'une échéance de trois mois, chacune d'elles portant sur un montant fixé à l'avance de 50 milliards d'euros, se substitueront aux deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires assorties d'une échéance de trois mois actuellement en cours et portant

¹ Les communications de la BCE relatives à l'apport de liquidité dans des devises autres que l'euro peuvent être consultées sur le site internet de la BCE.

chacune sur 60 milliards d'euros. La première aura lieu le mercredi 21 mai, sera réglée le jeudi 22 mai et arrivera à échéance le jeudi 14 août 2008. La seconde aura lieu le mercredi 11 juin, sera réglée le jeudi 12 juin et arrivera à échéance le jeudi 11 septembre 2008.

31 JUILLET 2008

OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME SUPPLÉMENTAIRES

Le Conseil des gouverneurs décide de renouveler les deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de trois mois dont l'adjudication a eu lieu le 21 mai 2008 (50 milliards d'euros) et le 11 juin 2008 (50 milliards d'euros), et qui arriveront à échéance, respectivement, le 14 août 2008 et le 11 septembre 2008. Le renouvellement de ces deux opérations supplémentaires d'une durée de trois mois vise à consolider les progrès réalisés jusqu'ici dans la normalisation du fonctionnement du marché monétaire de l'euro. Il sera sans incidence sur les opérations de refinancement à plus long terme régulières et sera effectué comme suit : les deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires seront effectuées par voie d'appel d'offres à taux variable, chacune d'elles portant sur un montant fixé à l'avance de 50 milliards d'euros. La première opération sera réglée le 14 août 2008 et arrivera à échéance le 13 novembre 2008. La seconde opération sera réglée le 11 septembre 2008 et arrivera à échéance le 11 décembre 2008. Ces deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires seront effectuées par voie d'appel d'offres normal, l'annonce et l'adjudication ayant lieu, respectivement, deux jours et un jour avant le règlement.

4 SEPTEMBRE 2008

OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME SUPPLÉMENTAIRES

Le Conseil des gouverneurs décide de renouveler l'opération de refinancement à plus long terme supplémentaire d'une durée de six mois

d'un montant de 25 milliards d'euros dont l'adjudication a eu lieu le 2 avril et qui arrivera à échéance le 9 octobre 2008. Il décide également de renouveler les deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires (50 milliards d'euros) d'une durée de trois mois qui arriveront à échéance, respectivement, le 13 novembre et le 11 décembre 2008. Le renouvellement de ces opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires vise à favoriser la poursuite de la normalisation du marché monétaire de l'euro. Il sera sans incidence sur les opérations de refinancement à plus long terme régulières et sera effectué comme suit : les deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de trois mois seront effectuées par voie d'appel d'offres à taux variable, chacune d'elles portant sur un montant fixé à l'avance de 50 milliards d'euros. La première opération sera réglée le 13 novembre 2008 et arrivera à échéance le 12 février 2009. La seconde opération sera réglée le 11 décembre 2008 et arrivera à échéance le 12 mars 2009. L'opération de refinancement à plus long terme supplémentaire d'une durée de six mois sera effectuée par voie d'appel d'offres à taux variable, avec un montant fixé à l'avance de 25 milliards d'euros. L'opération sera réglée le 9 octobre 2008 et arrivera à échéance le 9 avril 2009. Comme lors des cas précédents, un montant maximal de soumission de 2,5 milliards d'euros sera appliqué pour l'opération de refinancement à plus long terme supplémentaire d'une durée de six mois. Les opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires seront effectuées par voie d'appel d'offres normal, l'annonce et l'adjudication ayant lieu, respectivement, deux jours et un jour avant le règlement.

29 SEPTEMBRE 2008

OPÉRATION DE REFINANCEMENT SPÉCIALE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de procéder à une opération de refinancement spéciale. L'objectif de cette opération est d'améliorer la position de liquidité globale du système bancaire de la zone euro. Cette opération sera effectuée comme suit : elle sera conduite ce jour par voie d'appel d'offres

normal, à taux variable et sans fixation préalable du montant à allouer. L'opération sera réglée le mardi 30 septembre 2008 et arrivera à échéance le vendredi 7 novembre 2008. La BCE continuera de piloter la liquidité vers des conditions équilibrées d'une manière compatible avec l'objectif de maintien des taux à très court terme à un niveau proche du taux de soumission minimal. Cette opération spéciale de refinancement sera renouvelée au moins jusqu'au-delà de la fin de l'année.

3 OCTOBRE 2008²

ANNONCE GÉNÉRALE RELATIVE À LA POLITIQUE DE LA BCE EN MATIÈRE DE LIQUIDITÉ

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que, à compter du 6 octobre 2008 et jusqu'à nouvel ordre, toutes les institutions éligibles aux opérations d'*open market* de l'Eurosystème effectuées par voie d'appels d'offres normaux et qui remplissent les critères opérationnels ou de sélection supplémentaires définis par la BCN compétente auront également la possibilité de participer aux appels d'offres rapides, à savoir la procédure d'appel d'offres utilisée normalement pour réaliser les opérations de réglage fin. Les BCN peuvent annoncer des précisions applicables aux institutions établies dans les États membres respectifs, en cas de nécessité.

7 OCTOBRE 2008

OPÉRATION DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME SUPPLÉMENTAIRE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de porter de 25 milliards d'euros à 50 milliards d'euros le montant qui sera proposé à l'adjudication lors de l'opération de refinancement à plus long terme supplémentaire d'une durée de six mois qui avait été préannoncée dans le communiqué de presse du 4 septembre 2008 et qui sera allouée le 8 octobre 2008. Par conséquent, un montant maximal de soumission de 5 milliards d'euros sera appliqué pour cette opération.

8 OCTOBRE 2008

ANNONCE GÉNÉRALE RELATIVE À LA POLITIQUE DE LA BCE EN MATIÈRE DE LIQUIDITÉ

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide, par voie de téléconférence, les deux mesures suivantes : 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, qui est actuellement fixé à 3,75 %. 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. Par conséquent, à compter de cette date, le taux de la facilité de prêt marginal sera ramené de 100 points de base à 50 points de base au-dessus du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, soit à 4,25 % actuellement, et le taux de la facilité de dépôt sera porté de 100 points de base à 50 points de base au-dessous du taux des opérations principales de refinancement, soit à 3,25 % actuellement. 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. La BCE continuera de piloter la liquidité pour instaurer des conditions équilibrées, d'une manière conforme à l'objectif de maintien des taux d'intérêt à court terme à un niveau proche de celui des opérations principales de refinancement.

9 OCTOBRE 2008

OPÉRATION DE RÉGLAGE FIN

L'opération met en œuvre la décision de la veille (cf. le communiqué de presse du 8 octobre) destinée à satisfaire dans son intégralité la

2 Les annonces générales relatives à la politique de liquidité qui n'étaient pas directement liées à la fourniture de liquidité ne figurent pas dans cette liste. Elles peuvent être consultées sur le site internet de la BCE.

demande de refinancement des contreparties, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement (3,75 %) en échange de garanties éligibles. Cette mesure demeurera 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

OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME SUPPLÉMENTAIRES/OPÉRATION DE REFINANCEMENT SPÉCIALE³

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide, par voie de téléconférence, qu'à compter de l'opération réglée le 30 octobre 2008 et jusqu'à la fin du premier trimestre 2009, l'apport de refinancements à plus long terme par l'Eurosystème sera renforcé comme indiqué ci-après, en conformité avec l'élargissement temporaire de la liste des actifs admis en garantie :

Toutes les opérations de refinancement à plus long terme seront, jusqu'à mars 2009, effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Les deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de trois mois, d'échéances février et mars 2009, seront renouvelées et une opération supplémentaire d'une durée de trois mois sera effectuée en janvier 2009. L'opération en cours de refinancement à plus long terme supplémentaire d'une durée de six mois d'échéance janvier 2009 sera renouvelée et quatre opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de six mois seront effectuées en novembre 2008, décembre 2008, février 2009 et mars 2009, parallèlement aux opérations respectives de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de trois mois. Par conséquent, deux opérations de refinancement à plus long terme/opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires d'une durée de trois mois et une opération de refinancement à plus long terme d'une durée de six mois seront

conduites chaque mois jusqu'en mars 2009 (inclus). De plus, l'opération de refinancement spéciale allouée le 29 septembre 2008 sera renouvelée quand elle arrivera à échéance le 7 novembre 2008 et assortie d'une échéance correspondant à la durée de la période de constitution des réserves.

La BCE continuera de piloter la liquidité pour instaurer des conditions équilibrées d'une manière conforme à l'objectif de maintien des taux d'intérêt à court terme à un niveau proche de celui des opérations principales de refinancement. À cet effet, elle effectuera également des reprises de liquidité en blanc d'une durée d'une semaine.

16 OCTOBRE 2008

AUTRE OPÉRATION D'APPORT DE LIQUIDITÉ EN EUROS

Le 10 octobre 2008, la Magyar Nemzeti Bank annonce de nouvelles opérations d'*open market* pour accroître la liquidité sur le marché domestique des *swaps* cambistes. Ce jour, la Magyar Nemzeti Bank et la BCE annoncent conjointement un accord en vue de renforcer les instruments d'apport de liquidité en euros de la Magyar Nemzeti Bank. Elles ont conclu un accord portant sur des opérations de pensions qui permettront à la Magyar Nemzeti Bank d'emprunter jusqu'à 5 milliards d'euros afin de fournir un soutien supplémentaire à ses opérations. De plus amples informations sur les appels d'offres portant sur des *swaps* cambistes de la Magyar Nemzeti Bank sont disponibles sur son site internet, à l'adresse suivante : <http://www.mnb.hu>.

³ Les annonces relatives au taux fixe appliqué aux opérations de refinancement à plus long terme, aux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et aux opérations de refinancement spéciales entre le 30 octobre et le 31 décembre 2008 ne figurent pas dans cette liste. Elles peuvent être consultées sur le site internet de la BCE.

27 OCTOBRE 2008

AUTRE OPÉRATION D'APPORT DE LIQUIDITÉ EN EUROS

La Danmarks Nationalbank annonce aujourd'hui des mesures pour améliorer la liquidité en euros sur les marchés à court terme. Pour soutenir ces mesures, la BCE et la Danmarks Nationalbank ont mis en place un dispositif d'échange réciproque de devises (accord de *swap*) pour un montant de 12 milliards d'euros, qui demeurera en vigueur aussi longtemps que nécessaire.

21 NOVEMBRE 2008

AUTRE OPÉRATION D'APPORT DE LIQUIDITÉ EN EUROS

Le Narodowy Bank Polski et la BCE annoncent conjointement un accord en vue de renforcer les instruments d'apport de liquidités libellées en euros du Narodowy Bank Polski. L'accord, qui a été conclu le 6 novembre 2008, porte sur des opérations de pensions et permettra au Narodowy Bank Polski d'emprunter jusqu'à 10 milliards d'euros afin de fournir un soutien supplémentaire à ses opérations. De plus amples informations concernant les opérations du Narodowy Bank Polski sont disponibles sur son site, à l'adresse suivante : <http://www.nbp.pl>.

18 DÉCEMBRE 2008

ANNONCE GÉNÉRALE RELATIVE À LA POLITIQUE DE LA BCE EN MATIÈRE DE LIQUIDITÉ

Faisant suite au communiqué de presse du 8 octobre 2008 relatif aux Modifications de la procédure d'appel d'offres et du corridor des facilités permanentes, le Conseil des gouverneurs de la BCE prend les décisions suivantes : 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 des réserves de 2009, le 31 mars. 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 rétabli à 200 points de base. Par conséquent, à compter du 21 janvier, le taux de la facilité de prêt marginal sera porté de 50 points de base à 100 points de base au-dessus du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, et le taux de la facilité de dépôt sera ramené de 50 points de base à 100 points de base au-dessous du taux des opérations principales de refinancement.

LES OPÉRATIONS D'OPEN MARKET PAR DEVISES

Opérations en euros

Type d'opération ¹⁾	Durée (jours)	Date de règlement	Montant alloué ²⁾ (milliards d'euros)	Montant total des offres ²⁾ (milliards d'euros)	Taux marginal (%)	Taux moyen pondéré (%)	Taux fixe (%)	Nombre de soumissionnaires	Taux de couverture des soumissions
ORF	1	2 janv. 2008	-168,6	-168,6	-	-	4,00	54	1,00
ORF	1	3 janv. 2008	-200,0	-212,6	-	-	4,00	69	1,06
OPR	5	4 janv. 2008	128,5	275,3	4,18	4,21	-	269	2,14
OPR	7	9 janv. 2008	151,5	285,4	4,20	4,22	-	301	1,87
ORF	1	15 janv. 2008	-20,0	-45,7	-	-	4,00	28	2,29
OPR	7	16 janv. 2008	190,5	242,1	4,16	4,21	-	281	1,27
OPR	7	23 janv. 2008	175,5	234,6	4,16	4,19	-	276	1,34
OPR	7	30 janv. 2008	167,5	253,3	4,18	4,20	-	264	1,51
ORLTS	92	31 janv. 2008	50,0	98,2	4,21	4,33	-	151	1,96
OPR	7	6 fév. 2008	161,5	223,8	4,17	4,20	-	226	1,39
ORF	1	12 fév. 2008	-16,0	-29,2	-	-	4,00	22	1,82
OPR	7	13 fév. 2008	187,5	223,7	4,10	4,18	-	229	1,19
OPR	7	20 fév. 2008	178,0	226,7	4,10	4,15	-	262	1,27
ORLTS	91	21 fév. 2008	60,0	110,5	4,15	4,26	-	105	1,84
OPR	7	27 fév. 2008	183,0	233,2	4,10	4,15	-	260	1,27
ORLTS	91	28 fév. 2008	50,0	109,6	4,16	4,23	-	165	2,19
OPR	7	5 mars 2008	176,5	240,5	4,11	4,14	-	264	1,36
ORF	1	11 mars 2008	9,0	45,1	4,13	4,14	-	32	5,01
OPR	7	12 mars 2008	209,5	260,4	4,12	4,16	-	298	1,24
ORLTS	91	13 mars 2008	60,0	132,6	4,25	4,40	-	139	2,21
OPR	7	19 mars 2008	202,0	295,7	4,16	4,20	-	336	1,46
ORF	5	20 mars 2008	15,0	65,8	4,13	4,20	-	44	4,39
OPR	7	26 mars 2008	216,0	302,5	4,23	4,28	-	301	1,40
ORLTS	91	27 mars 2008	50,0	131,3	4,44	4,53	-	190	2,63
ORF	1	31 mars 2008	15,0	30,7	4,06	4,13	-	25	2,05
OPR	7	2 avr. 2008	150,0	283,7	4,21	4,25	-	306	1,89
ORLTS	189	3 avr. 2008	25,0	103,1	4,55	4,61	-	177	4,12
OPR	7	9 avr. 2008	130,0	247,6	4,23	4,24	-	295	1,90
ORF	1	15 avr. 2008	-14,9	-14,9	-	-	4,00	7	0,71
OPR	7	16 avr. 2008	204,5	249,7	4,21	4,26	-	310	1,22
OPR	7	23 avr. 2008	173,0	218,4	4,21	4,25	-	302	1,26
OPR	7	30 avr. 2008	170,0	247,5	4,26	4,29	-	316	1,46
ORLTS	90	2 mai 2008	50,0	101,2	4,67	4,75	-	177	2,02
OPR	7	7 mai 2008	150,0	229,3	4,26	4,29	-	304	1,53
ORF	1	13 mai 2008	-23,5	-32,5	-	-	4,00	29	1,38
OPR	7	14 mai 2008	191,5	208,5	4,18	4,26	-	287	1,09
OPR	7	21 mai 2008	176,5	203,1	4,15	4,22	-	326	1,15
ORLTS	84	22 mai 2008	50,0	86,6	4,50	4,68	-	138	1,73
OPR	7	28 mai 2008	170,0	224,1	4,19	4,23	-	330	1,32
ORLTS	91	29 mai 2008	50,0	97,7	4,51	4,62	-	171	1,95
OPR	7	4 juin 2008	153,0	210,1	4,17	4,22	-	336	1,37
ORF	1	10 juin 2008	-14,0	-18,5	-	-	4,00	15	1,32
OPR	7	11 juin 2008	191,0	202,8	4,03	4,18	-	343	1,06
ORLTS	91	12 juin 2008	50,0	99,8	4,60	4,72	-	128	2,00
OPR	7	18 juin 2008	188,0	224,3	4,03	4,13	-	425	1,19
OPR	7	25 juin 2008	208,0	243,3	4,07	4,25	-	439	1,17
ORLTS	91	26 juin 2008	50,0	89,8	4,50	4,67	-	174	1,80
OPR	7	2 juil. 2008	154,5	254,7	4,10	4,15	-	433	1,65
ORF	1	8 juil. 2008	-14,6	-14,6	-	-	4,00	12	0,69
OPR	7	9 juil. 2008	175,0	263,6	4,32	4,37	-	400	1,51
ORLTS	182	10 juil. 2008	25,0	74,6	4,93	5,03	-	141	2,98
OPR	7	16 juil. 2008	155,0	265,9	4,34	4,36	-	440	1,72
OPR	7	23 juil. 2008	175,5	268,2	4,35	4,38	-	461	1,53
OPR	7	30 juil. 2008	166,0	247,4	4,38	4,42	-	430	1,49
ORLTS	91	31 juil. 2008	50,0	107,7	4,70	4,76	-	189	2,15
OPR	7	6 août 2008	160,0	241,9	4,38	4,41	-	424	1,51
ORF	1	12 août 2008	-21,0	-22,6	-	-	4,25	10	1,08

1) ORF = opération de réglage fin, OPR = opération principale de refinancement, ORLT = opération de refinancement à plus long terme, ORLTS = opération de refinancement à plus long terme supplémentaire, ORS = opération de refinancement spéciale

2) Les montants sont positifs dans le cas des opérations d'apport de liquidité et négatifs pour les opérations de retrait de liquidité

Opérations en euros

Type d'opération ¹⁾	Durée (jours)	Date de règlement	Montant alloué ²⁾ (milliards d'euros)	Montant total des offres ²⁾ (milliards d'euros)	Taux marginal (%)	Taux moyen pondéré (%)	Taux fixe (%)	Nombre de soumissionnaires	Taux de couverture des soumissions
OPR	7	13 août 2008	176,0	233,4	4,37	4,40	-	430	1,33
ORLTS	91	14 août 2008	50,0	78,9	4,61	4,74	-	124	1,58
OPR	7	20 août 2008	151,0	228,7	4,38	4,40	-	454	1,51
OPR	7	27 août 2008	167,0	226,5	4,39	4,42	-	424	1,36
ORLT	91	28 août 2008	50,0	77,2	4,60	4,74	-	191	1,54
OPR	7	3 sept. 2008	160,0	226,3	4,39	4,41	-	411	1,41
ORF	1	9 sept. 2008	-20,1	-20,1	-	-	4,25	17	0,63
OPR	7	10 sept. 2008	176,5	223,3	4,39	4,41	-	422	1,27
ORLTS	91	11 sept. 2008	50,0	69,5	4,45	4,66	-	114	1,39
ORF	1	15 sept. 2008	30,0	90,3	4,30	4,39	-	51	3,01
ORF	1	16 sept. 2008	70,0	102,5	4,32	4,40	-	56	1,46
OPR	7	17 sept. 2008	150,0	328,7	4,53	4,58	-	533	2,19
ORF	1	18 sept. 2008	25,0	49,3	4,30	4,39	-	43	1,97
OPR	7	24 sept. 2008	180,0	334,0	4,73	4,78	-	506	1,86
ORF	1	24 sept. 2008	40,0	50,3	4,25	4,35	-	36	1,26
ORLT	84	25 sept. 2008	50,0	154,6	4,98	5,11	-	246	3,09
ORLTS	38	30 sept. 2008	120,0	141,7	4,36	4,88	-	210	1,18
OPR	7	1 oct. 2008	190,0	228,0	4,65	4,96	-	419	1,20
ORF	1	1 oct. 2008	-173,0	-173,0	-	-	4,25	52	1,00
ORF	1	2 oct. 2008	-200,0	-216,1	-	-	4,25	65	1,08
ORF	3	3 oct. 2008	-193,8	-193,8	-	-	4,25	54	1,00
ORF	1	6 oct. 2008	-171,9	-171,9	-	-	4,25	111	1,00
ORF	1	7 oct. 2008	-147,5	-147,5	-	-	4,25	97	1,00
OPR	7	8 oct. 2008	250,0	271,3	4,70	4,99	-	436	1,09
ORLTS	182	9 oct. 2008	50,0	113,8	5,36	5,57	-	181	2,28
ORF	6	9 oct. 2008	24,7	24,7	-	-	3,75	99	1,00
OPR	7	15 oct. 2008	310,4	310,4	-	-	3,75	604	1,00
OPR	7	22 oct. 2008	305,4	305,4	-	-	3,75	703	1,00
OPR	7	29 oct. 2008	325,1	325,1	-	-	3,75	736	1,00
ORLT	91	30 oct. 2008	103,1	103,1	-	-	3,75	223	1,00
OPR	7	5 nov. 2008	312,0	312,0	-	-	3,75	756	1,00
ORS	33	7 nov. 2008	20,4	20,4	-	-	3,75	55	1,00
ORF	1	11 nov. 2008	-79,9	-149,7	3,60	3,51	-	117	1,87
OPR	7	12 nov. 2008	334,4	334,4	-	-	3,25	848	1,00
ORLTS	91	13 nov. 2008	66,8	66,8	-	-	3,25	139	1,00
ORLTS	182	13 nov. 2008	41,6	41,6	-	-	3,25	127	1,00
OPR	7	19 nov. 2008	338,0	338,0	-	-	3,25	851	1,00
OPR	7	26 nov. 2008	334,5	334,5	-	-	3,25	836	1,00
ORLT	91	27 nov. 2008	42,2	42,2	-	-	3,25	161	1,00
OPR	7	3 Déc. 2008	339,5	339,5	-	-	3,25	787	1,00
ORF	1	9 Déc. 2008	-137,5	-152,7	3,05	2,94	-	95	1,11
OPR	7	10 Déc. 2008	217,9	217,9	-	-	2,50	783	1,00
ORS	42	10 déc. 2008	134,9	134,9	-	-	2,50	139	1,00
ORLTS	91	11 déc. 2008	55,9	55,9	-	-	2,50	105	1,00
ORLTS	182	11 déc. 2008	38,1	38,1	-	-	2,50	96	1,00
OPR	6	17 déc. 2008	209,7	209,7	-	-	2,50	792	1,00
ORLT	98	18 déc. 2008	50,8	50,8	-	-	2,50	169	1,00
OPR	7	23 déc. 2008	223,7	223,7	-	-	2,50	640	1,00
OPR	7	30 déc. 2008	238,9	238,9	-	-	2,50	629	1,00

1) ORF = opération de réglage fin, OPR = opération principale de refinancement, ORLT = opération de refinancement à plus long terme, ORLTS = opération de refinancement à plus long terme supplémentaire, ORS = opération de refinancement spéciale
2) Les montants sont positifs dans le cas des opérations d'apport de liquidité et négatifs pour les opérations de retrait de liquidité

Opérations en dollars

Type d'opération ¹⁾	Date de règlement	Durée (jours)	Montant alloué (milliards d'euros)	Taux marginal (%)	Taux fixe (%) (CT) / Taux de déport/ report (FX)	Montant total des offres (milliards d'euros)	Nombre de soumissionnaires	Taux de couverture des soumissions
CT	17 janv. 2008	28	10,0	-	3,95	14,8	22	1,48
CT	31 janv. 2008	28	10,0	-	3,12	12,4	19	1,24
CT	27 mars 2008	28	15,0	-	2,62	31,2	34	2,08
CT	10 avr. 2008	28	15,0	-	2,82	30,8	32	2,05
CT	24 avr. 2008	28	15,0	-	2,87	30,1	33	2,01
CT	8 mai 2008	28	25,0	-	2,22	39,5	31	1,58
CT	22 mai 2008	28	25,0	-	2,10	58,9	54	2,36
CT	5 juin 2008	28	25,0	-	2,26	64,9	50	2,59
CT	19 juin 2008	28	25,0	-	2,36	78,5	56	3,14
CT	3 juil. 2008	28	25,0	-	2,34	84,8	57	3,39
CT	17 juil. 2008	28	25,0	-	2,30	90,1	59	3,60
CT	31 juil. 2008	28	25,0	-	2,35	101,7	63	4,07
CT	14 août. 2008	28	20,0	-	2,45	91,1	66	4,55
CT	14 août. 2008	84	10,0	-	2,75	38,5	57	3,85
CT	28 août. 2008	28	20,0	-	2,38	89,2	69	4,46
CT	11 sept. 2008	28	10,0	-	2,53	43,3	53	4,33
CT	11 sept. 2008	84	10,0	-	2,67	31,7	40	3,17
CT	18 sept. 2008	1	40,0	4,00	-	101,7	61	2,54
CT	19 sept. 2008	3	40,0	3,50	-	96,7	64	2,42
CT	22 sept. 2008	1	40,0	3,25	-	82,1	48	2,05
CT	23 sept. 2008	1	40,0	3,30	-	77,6	48	1,94
CT	24 sept. 2008	1	40,0	2,50	-	61,7	40	1,54
CT	25 sept. 2008	1	40,0	2,55	-	72,7	43	1,82
CT	25 sept. 2008	28	25,0	-	3,75	110,1	71	4,40
CT	26 sept. 2008	3	30,0	2,25	-	41,4	33	1,38
CT	26 sept. 2008	7	35,0	4,50	-	82,5	52	2,36
CT	29 sept. 2008	1	30,0	3,00	-	57,4	42	1,91
CT	30 sept. 2008	1	30,7	0,50	-	30,7	32	1,00
CT	30 sept. 2008	1	30,0	11,00	-	77,3	57	2,58
CT	1 oct. 2008	1	50,0	3,25	-	70,9	61	1,42
CT	2 oct. 2008	1	50,0	2,75	-	67,2	55	1,34
CT	3 oct. 2008	3	50,0	2,51	-	82,9	59	1,66
CT	6 oct. 2008	1	50,0	4,00	-	90,9	59	1,82
CT	7 oct. 2008	1	50,0	6,75	-	109,2	67	2,18
CT	8 oct. 2008	1	70,0	9,50	-	122,0	69	1,74
CT	9 oct. 2008	1	100,0	5,00	-	116,2	66	1,16
CT	9 oct. 2008	85	20,0	-	1,39	88,7	70	4,43
CT	10 oct. 2008	4	93,9	0,50	-	93,9	62	1,00
CT	14 oct. 2008	1	98,4	0,20	-	98,4	67	1,00
CT	15 oct. 2008	1	100,0	0,50	-	120,2	70	1,20
CT	16 oct. 2008	7	170,9	-	2,28	170,9	86	1,00
FX	23 oct. 2008	7	3,9	-	-2,45	3,9	11	1,00
CT	23 oct. 2008	7	68,0	-	2,03	68,0	61	1,00
FX	23 oct. 2008	28	22,6	-	-8,60	22,6	16	1,00
CT	23 oct. 2008	28	101,9	-	2,11	101,9	91	1,00
FX	30 oct. 2008	7	14,5	-	-3,03	14,5	16	1,00
CT	30 oct. 2008	7	92,1	-	1,91	92,1	70	1,00
FX	6 nov. 2008	7	1,0	-	-3,61	1,0	5	1,00
CT	6 nov. 2008	7	58,6	-	1,53	58,6	47	1,00
FX	6 nov. 2008	84	0,7	-	-26,55	0,7	3	1,00
CT	6 nov. 2008	84	70,8	-	1,60	70,8	67	1,00
FX	6 nov. 2008	7	1,0	-	-3,22	1,0	7	1,00
CT	13 nov. 2008	7	60,6	-	1,43	60,6	42	1,00
FX	20 nov. 2008	8	0,9	-	-3,29	0,9	6	1,00
CT	20 nov. 2008	8	72,5	-	1,48	72,5	52	1,00
FX	20 nov. 2008	28	4,8	-	-9,64	4,8	4	1,00
CT	20 nov. 2008	28	52,3	-	1,51	52,3	54	1,00
FX	28 nov. 2008	6	0,8	-	-2,53	0,8	6	1,00
CT	28 nov. 2008	6	84,6	-	1,42	84,6	60	1,00

1) CT = Opération de cession temporaire, FX = Swap de change

Opérations en dollars

Type d'opération ¹⁾	Date de règlement	Durée (jours)	Montant alloué (milliards d'euros)	Taux marginal (%)	Taux fixe (%) (CT) / Taux de dépôt/ report (FX)	Montant total des offres (milliards d'euros)	Nombre de soumissionnaires	Taux de couverture des soumissions
FX	4 déc. 2008	7	0,8	-	-2,28	0,8	6	1,00
CT	4 déc. 2008	7	75,1	-	1,47	75,1	50	1,00
FX	4 déc. 2008	84	1,5	-	-13,03	1,5	3	1,00
CT	4 déc. 2008	84	67,5	-	1,42	67,5	53	1,00
FX	11 déc. 2008	7	0,8	-	-1,75	0,8	6	1,00
CT	11 déc. 2008	7	57,4	-	1,24	57,4	39	1,00
FX	18 déc. 2008	5	5,1	-	-1,30	5,1	7	1,00
CT	18 déc. 2008	5	41,6	-	1,18	41,6	36	1,00
FX	18 déc. 2008	28	0,1	-	-6,00	0,1	1	1,00
CT	18 déc. 2008	28	47,6	-	1,28	47,6	47	1,00
FX	23 déc. 2008	16	5,4	-	-4,07	5,4	7	1,00
CT	23 déc. 2008	16	52,3	-	1,16	52,3	46	1,00
FX	30 déc. 2008	83	0,1	-	-8,30	0,1	2	1,00
CT	30 déc. 2008	83	10,8	-	1,20	10,8	30	1,00

1) CT = Opération de cession temporaire, FX = Swap de change

Opérations en francs suisses

Type d'opération ¹⁾	Date de règlement	Durée (jours)	Montant alloué (milliards d'euros)	Taux marginal (%)	Taux de dépôt/ report	Montant total des offres (milliards d'euros)	Nombre de soumissionnaires	Taux de couverture des soumissions
FX	22 oct. 2008	7	15,3	-	-6,36	15,3	50	1,00
FX	29 oct. 2008	7	13,6	-	-6,04	13,6	33	1,00
FX	5 nov. 2008	7	15,0	-	-6,84	15,0	36	1,00
FX	7 nov. 2008	84	0,9	-	-60,22	0,9	6	1,00
FX	12 nov. 2008	7	10,6	-	-6,97	10,6	35	1,00
FX	19 nov. 2008	7	12,5	-	-6,95	12,5	38	1,00
FX	21 nov. 2008	84	0,5	-	-65,17	0,5	7	1,00
FX	26 nov. 2008	7	13,7	-	-8,23	13,7	37	1,00
FX	3 déc. 2008	7	13,9	-	-8,23	13,9	36	1,00
FX	5 déc. 2008	84	0,5	-	-84,15	0,5	6	1,00
FX	10 déc. 2008	7	12,8	-	-6,19	12,8	29	1,00
FX	17 déc. 2008	6	9,7	-	-5,49	9,7	28	1,00
FX	19 déc. 2008	84	0,7	-	-70,63	0,7	6	1,00
FX	23 déc. 2008	7	11,6	-	-6,25	11,6	29	1,00
FX	30 déc. 2008	8	15,8	-	-6,97	15,8	36	1,00

1) FX = Swap de change

DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS 2008

Cette liste est destinée à informer les lecteurs d'une sélection de documents publiés par la Banque centrale européenne depuis janvier 2008. Concernant les documents de travail, la liste ne mentionne que ceux publiés entre décembre 2008 et février 2009. 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 2007, avril 2008

RAPPORT SUR LA CONVERGENCE

Rapport sur la convergence, mai 2008

BULLETIN MENSUEL : NUMÉRO SPÉCIAL²

« 10^e anniversaire de la BCE, 1998-2008 », mai 2008

ARTICLES PARUS DANS LE BULLETIN MENSUEL¹

- « Évolution de la productivité et politique monétaire », janvier 2008
- « Mondialisation, échanges et macroéconomie de la zone euro », janvier 2008
- « L'expérience de l'Eurosystème en matière de prévision des facteurs autonomes et des excédents de réserves », janvier 2008
- « Analyse du marché monétaire de la zone euro du point de vue de la politique monétaire », février 2008
- « La titrisation dans la zone euro », février 2008
- « Les nouvelles courbes de rendements de la zone euro », février 2008
- « L'investissement et l'influence de la situation financière des entreprises dans la zone euro », avril 2008
- « Prévisions à court terme relatives à l'activité économique dans la zone euro », avril 2008
- « L'évolution des dispositifs de l'UE en matière de stabilité financière », avril 2008
- « Stabilité des prix et croissance », mai 2008
- « Les opérations d'*open market* de l'Eurosystème lors de la période récente de volatilité des marchés de capitaux », mai 2008
- « Une politique monétaire unique et des politiques budgétaires multiples : comment assurer le bon fonctionnement de l'UEM ? », juillet 2008
- « Échanges de services de la zone euro : principaux faits stylisés », juillet 2008
- « Le rôle de l'Eurosystème dans l'assistance technique aux régions voisines de l'UE », juillet 2008
- « La dimension extérieure de l'analyse monétaire », août 2008
- « Le rôle des banques dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire », août 2008
- « Les dix ans du Pacte de stabilité et de croissance », octobre 2008

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.

2 La version française de ce document peut être consultée sur le site internet de la Banque de France à l'adresse suivante : http://inbdf/fr/eurosys/telnomot/bce/bs_10_anni_bce.pdf.

- « Les fusions et acquisitions transfrontières de banques et le rôle des investisseurs institutionnels », octobre 2008
- « Le suivi de l'évolution des coûts de main-d'œuvre dans les différents pays de la zone euro », novembre 2008
- « La valorisation des marchés boursiers et de la prise de risque sur actions », novembre 2008
- « Les dix ans de TARGET et le lancement de TARGET2 », novembre 2008
- « 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

STATISTICS POCKET BOOK

Recueil mensuel statistique sous format de poche, disponible depuis août 2003

DOCUMENTS DE TRAVAIL SUR DES QUESTIONS JURIDIQUES

- 6 “The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law” par S. Kerjean, juin 2008
- 7 “Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects” par P. Athanassiou et N. Mas-Guix, juillet 2008

ÉTUDES CONCERNANT DES SUJETS SPÉCIFIQUES

- 78 “A framework for assessing global imbalances” par T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora et R. Straub, janvier 2008
- 79 “The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues” par P. Moutot, A. Jung et F. P. Mongelli, janvier 2008
- 80 “China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?” par M. Bussière et A. Mehl, janvier 2008
- 81 “Measuring financial integration in new EU Member States” par M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis et S. Manganelli, mars 2008
- 82 “The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation” par L. Cappiello et G. Ferrucci, mars 2008
- 83 “The predictability of monetary policy” par T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch et J. Turunen, mars 2008
- 84 “Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise” par G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk et C. Van Nieuwenhuyze, mai 2008
- 85 “Benchmarking the Lisbon strategy” par D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca et W. Coussens, juin 2008
- 86 “Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach” par M. M. Borys, É. K. Polgár et A. Zlate, juin 2008
- 87 “Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges”, par un groupe de travail du Comité de la politique monétaire du SEBC, juin 2008
- 88 “Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia” par S. Herrmann et A. Winkler, juin 2008

- 89 “An analysis of youth unemployment in the euro area” par R. Gomez-Salvador et N. Leiner-Killinger, juin 2008
- 90 “Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts” par M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi et N. Vidalis, juillet 2008
- 91 “The impact of sovereign wealth funds on global financial markets” par R. Beck et M. Fidora, juillet 2008
- 92 “The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy” par M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf et D. Peschel, juillet 2008
- 93 “Russia, EU enlargement and the euro” par Z. Polański et A. Winkler, août 2008
- 94 “The changing role of the exchange rate in a globalised economy” par F. di Mauro, R. Ruffer et I. Bunda, septembre 2008
- 95 “Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems” par le groupe des experts du Comité des relations internationales sur les défis du maintien de la stabilité financière dans les pays candidats, septembre 2008
- 96 “The monetary presentation of the euro area balance of payments” par L. Bê Duc, F. Mayerlen et P. Sola, septembre 2008
- 97 “Globalisation and the competitiveness of the euro area” par F. di Mauro et K. Forster, septembre 2008
- 98 “Will oil prices decline over the long run?” par R. Kaufmann, P. Karadeloglou et F. di Mauro, octobre 2008
- 99 “The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches” par A. M. Agresti, P. Baudino et P. Poloni, novembre 2008
- 100 “Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use”, Eurosystem Household Finance and Consumption Network, janvier 2009

BULLETINS DE LA RECHERCHE

“Research Bulletin” n° 7, juin 2008

DOCUMENTS DE TRAVAIL

- 973 “Do China and oil exporters influence major currency configurations?” par M. Fratzscher et A. Mehl, décembre 2008
- 974 “Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the United States and Japan” par P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou et M. Ward-Warmedinger, décembre 2008
- 975 “Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom-up approach from the production side” par E. Hahn et F. Skudelny, décembre 2008
- 976 “The term structure of interest rates across frequencies” par K. Assenmacher-Wesche et S. Gerlach, décembre 2008
- 977 “Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates” par M. Guidolin et D. L. Thornton, décembre 2008
- 978 “Measuring monetary policy expectations from financial market instruments” par M. Joyce, J. Relleen et S. Sorensen, décembre 2008
- 979 “Futures contract rates as monetary policy forecasts” par G. Ferrero et A. Nobili, décembre 2008

- 980 “Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan” par T. Nagano et N. Baba, décembre 2008
- 981 “Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?” par T. Välimäki, décembre 2008
- 982 “Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market” par N. Cassola et C. Morana, décembre 2008
- 983 “What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB’s policy rate?” par T. Linzert et S. Schmidt, décembre 2008
- 984 “The daily and policy-relevant liquidity effects” par D. L. Thornton, décembre 2008
- 985 “Portuguese banks in the euro area market for daily funds” par L. Farinha et V. Gaspar, décembre 2008
- 986 “The topology of the federal funds market” par M. L. Bech et E. Atalay, décembre 2008
- 987 “Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update” par J. Idier et S. Nardelli, décembre 2008
- 988 “The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform” par R. Beaupain et A. Durré, décembre 2008
- 989 “Modelling loans to non-financial corporations in the euro area” par C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez et C. Rossi, janvier 2009
- 990 “Fiscal policy, housing and stock prices” par A. Afonso et R. M. Sousa, janvier 2009
- 991 “The macroeconomic effects of fiscal policy” par A. Afonso et R. M. Sousa, janvier 2009
- 992 “FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation” par M. Bijsterbosch et M. Kolasa, janvier 2009
- 993 “Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table” par G. Pula et T. A. Peltonen, janvier 2009
- 994 “Fiscal sustainability and policy implications for the euro area” par F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer et P. Tommasino, janvier 2009
- 995 “Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?” par M. Ca’ Zorzi, A. Chudik et A. Dieppe, janvier 2009
- 996 “What drives euro area break-even inflation rates?” par M. Ciccarelli et J. A. García, janvier 2009
- 997 “Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations” par C. Coluzzi, A. Ferrando et C. Martinez-Carrascal, janvier 2009
- 998 “Infinite-dimensional VARs and factor models” par A. Chudik et M. H. Pesaran, janvier 2009
- 999 “Risk-adjusted forecasts of oil prices” par P. Pagano et M. Pisani, janvier 2009
- 1000 “Wealth effects in emerging market economies” par T. A. Peltonen, R. M. Sousa et I. S. Vansteenkiste, janvier 2009
- 1001 “Identifying the elasticity of substitution with biased technical change” par M. A. León-Ledesma, P. McAdam et A. Willman, janvier 2009
- 1002 “Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks” par O. Castrén, T. Fitzpatrick et M. Sydow, février 2009
- 1003 “Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains” par J. Messina, C. Strozzi et J. Turunen, février 2009
- 1004 “Characterising the inflation-targeting regime in South Korea” par M. Sánchez, février 2009
- 1005 “Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries” par F. Rumler et J. Scharler, février 2009

- 1006 “Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition” par P. Du Caju, C. Fuss et L. Wintr, février 2009
- 1007 “Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation” par G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens et R. Wouters, février 2009
- 1008 “Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions” par K. Nikolaou, février 2009
- 1009 “Optimal sticky prices under rational inattention” par B. Maćkowiak et M. Wiederholt, février 2009
- 1010 “Business cycles in the euro area” par D. Giannone, M. Lenza et L. Reichlin, février 2009
- 1011 “The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves” par S. Eickmeier et K. Moll, février 2009
- 1012 “Petrodollars and imports of oil-exporting countries” par R. Beck et A. Kamps, février 2009
- 1013 “Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect” par A. Beyer, A. Haug et B. Dewald, février 2009
- 1014 “Asset prices and current account fluctuations in G7 economies” par M. Fratzscher et R. Straub, février 2009
- 1015 “Inflation forecasting in the new EU Member States” par O. Arratibel, C. Kamps et N. Leiner-Killinger, février 2009

AUTRES PUBLICATIONS

- “Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union”, janvier 2008 (uniquement en ligne)
- “Oversight framework for card payment schemes – standards”, janvier 2008 (uniquement en ligne)
- “The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006”, février 2008
- “Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, mars 2008 (uniquement en ligne)
- “ECB statistics quality framework (SQF)”, avril 2008 (uniquement en ligne)
- “Quality assurance procedures within the ECB statistical function”, avril 2008 (uniquement en ligne)
- “ECB statistics – an overview”, avril 2008 (uniquement en ligne)
- “TARGET Annual Report 2007”, avril 2008 (uniquement en ligne)
- “Financial integration in Europe”, avril 2008
- “Financial Stability Review”, juin 2008
- “Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges”, juin 2008
- “The international role of the euro”, juillet 2008 (uniquement en ligne)
- “Payment systems and market infrastructure oversight report”, juillet 2008 (uniquement en ligne)
- “Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament”, juillet 2008 (uniquement en ligne)
- “Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, juillet 2008 (uniquement en ligne)
- “Legal framework of the Eurosystem and the ESCB – ECB legal acts and instruments”, juillet 2008
- “CCBM2 User Requirements 4.1”, juillet 2008 (uniquement en ligne)
- “Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007”, septembre 2008

“New procedure for constructing ECB staff projection ranges”, septembre 2008 (uniquement en ligne)
 “Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation”, septembre 2008 (uniquement en ligne)
 “Euro money market survey”, septembre 2008 (uniquement en ligne)
 “EU banking structures”, octobre 2008 (uniquement en ligne)
 “Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament”, octobre 2008 (uniquement en ligne)
 “Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, octobre 2008 (uniquement en ligne)
 “A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008”, novembre 2008
 “The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”³, novembre 2008
 “The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of ‘legally and operationally located in the euro area’ ”, novembre 2008 (uniquement en ligne)
 “Single Euro Payments Area – sixth progress report”^{2,3}, novembre 2008 (uniquement en ligne)
 “EU banks’ liquidity stress testing and contingency funding plans”, novembre 2008 (uniquement en ligne)
 “Government finance statistics guide”, décembre 2008 (uniquement en ligne)
 “Financial Stability Review”, décembre 2008
 “Covered bonds in the EU financial system”, décembre 2008 (uniquement en ligne)
 “The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model”, décembre 2008 (uniquement en ligne)
 “Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations”, décembre 2008 (uniquement en ligne)
 “Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt”, décembre 2008 (uniquement en ligne)
 “Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures”, décembre 2008 (uniquement en ligne)
 “Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties”³, décembre 2008 (uniquement en ligne)
 “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)
 “Eurosystem 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 – Eurosystem contribution”, février 2009 (uniquement en ligne)

BROCHURES D’INFORMATION

“The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks”³, 2nd édition, avril 2008
 “Price stability – why is it important for you?”, juin 2008
 “A single currency – an integrated market infrastructure”, septembre 2008

3 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) : contrat de cession suivie d'un rachat de titres à un terme fixé à l'avance et à un prix déterminé. Également appelé « pension ».

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 participations. Ces titres produisent généralement un revenu sous forme de dividendes.

Administration centrale (Central government) : dans le **Système européen de comptes 1995**, secteur des administrations publiques à l'exclusion des administrations régionales et locales (cf. **administrations publiques**).

Administrations publiques (General government) : secteur défini dans le **Système européen de comptes 1995** comme recouvrant les entités résidentes dont la fonction principale consiste à produire des biens et des services non marchands destinés à la consommation individuelle et collective et/ou à effectuer des opérations de redistribution du revenu national et de la richesse nationale. Elles recouvrent les administrations centrales, régionales et locales ainsi que les administrations de sécurité sociale. Les entités publiques réalisant des opérations commerciales, comme les entreprises publiques, sont exclues du secteur.

Analyse économique (Economic analysis) : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de mener une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse économique est axée principalement sur l'évaluation des évolutions économiques et financières du moment et des risques à court et moyen termes qui en découlent pour la stabilité des prix, considérés sous l'angle de l'interaction entre l'offre et la demande sur les marchés des biens, des services et des facteurs à ces horizons. À cet égard, une attention particulière est accordée à la nécessité d'identifier la nature des chocs affectant l'économie, leur incidence sur les coûts et la fixation des prix, et les perspectives à court et moyen termes concernant leur propagation au sein de l'économie (cf. **analyse monétaire**).

Analyse monétaire (Monetary analysis) : l'un des piliers du cadre de la **Banque centrale européenne** permettant de conduire une analyse approfondie des risques pesant sur la **stabilité des prix**, sur laquelle s'appuient les décisions de politique monétaire du **Conseil des gouverneurs**. L'analyse monétaire contribue à l'évaluation des tendances à moyen et long termes de l'inflation, eu égard à la relation étroite existant entre la monnaie et les prix sur longue période. Elle prend en compte les évolutions d'une large gamme d'indicateurs monétaires, comprenant **M3**, ses composantes et ses contreparties, en particulier le crédit, ainsi que diverses mesures de l'excès de liquidité (cf. **analyse économique**).

Assiette des réserves (Reserve base) : ensemble des éléments éligibles du bilan (en particulier les engagements) qui servent de base pour le calcul des **réserves obligatoires** d'un **établissement de crédit**.

Autre intermédiaire financier (AIF) [Other financial intermediary (OFI)] : société ou quasi-société, à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension, dont l'activité principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière en souscrivant des engagements sous des formes autres que de la monnaie, des dépôts et/ou des proches substituts des dépôts provenant d'unités institutionnelles autres que des **IFM**. 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 107 (2)). Elle assure la mise en œuvre des tâches confiées à l'Eurosystème et au SEBC, par ses activités propres ou par celles des BCN, conformément aux statuts du SEBC. La BCE est administrée par le **Conseil des gouverneurs** et par le **Directoire**, ainsi que par un troisième organe de décision, le **Conseil général**.

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 communautaire consultatif 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 la Communauté 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 ayant adopté l'euro.

Contrepartie (Counterparty) : co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute partie effectuant une transaction avec une banque centrale).

Contrepartie centrale (Central counterparty) : entité qui s'interpose entre les **contreparties** aux contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, devenant l'acheteur pour tout vendeur et le vendeur pour tout acheteur.

Coût du financement externe des sociétés non financières (en termes réels) [Cost of the external financing of non-financial corporations (real)] : coût supporté par les sociétés non financières lorsqu'elles lèvent de nouveaux capitaux externes. Dans le cas des sociétés non financières de la **zone euro**, il correspond à la moyenne pondérée du coût des prêts bancaires, du coût des **titres de créance** et du coût des fonds propres, calculée à partir des encours (corrégés 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 et (2) 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 d'un commun accord par les chefs d'État ou de gouvernement des États membres ayant adopté l'euro.

Engagements financiers à long terme du secteur des IFM (MFI longer-term financial liabilities) : dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis supérieur à trois mois, **titres de créance** d'une durée initiale supérieure à deux ans émis par les **IFM** de la **zone euro** et le poste « capital et réserves » du secteur des IFM de la zone euro.

Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) [EONIA (euro overnight index average)] : mesure du taux d'intérêt effectif prévalant sur le marché interbancaire au jour le jour en euros. Il est calculé comme la moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt en blanc au jour le jour libellées en euros, communiqués par un panel de banques participantes.

Établissement de crédit (Credit institution) : (1) entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte ; ou (2) entreprise ou toute autre personne morale, autre qu'un établissement de crédit au sens du (1), qui émet des moyens de paiement sous la forme de monnaie électronique.

Euribor (taux interbancaire offert en euros) [EURIBOR (euro interbank offered rate)] : taux auquel une banque de premier rang est disposée à prêter des fonds en euros à une autre banque de premier rang, communiqué par un panel de banques participantes et calculé quotidiennement pour les dépôts interbancaires assortis d'échéances différentes inférieures ou égales à douze mois.

Eurosystème (Eurosystem) : système de banque centrale de la **zone euro**. Il comprend la **Banque centrale européenne** et les BCN des États membres ayant adopté l'euro.

Excédent brut d'exploitation (Gross operating surplus) : excédent (ou déficit) dégagé par les activités de production, diminué du coût des consommations intermédiaires, de la rémunération des salariés et des impôts (après déduction des subventions à la production), mais avant prise en compte des dépenses et des recettes liées à l'emprunt/la location ou à la propriété d'actifs financiers et non produits.

Facilité de dépôt (Deposit facility) : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'effectuer, auprès d'une BCN, des dépôts à 24 heures rémunérés à un taux d'intérêt prédéterminé (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Facilité permanente (Standing facility) : facilité de la banque centrale accessible aux **contreparties** à leur propre initiative. L'**Eurosystème** offre deux facilités permanentes à 24 heures : la **facilité de prêt marginal** et la **facilité de dépôt**.

Facilité de prêt marginal (Marginal lending facility) : **facilité permanente** de l'**Eurosystème** permettant aux **contreparties** d'obtenir, auprès d'une BCN, des crédits à 24 heures à un taux prédéterminé contre actifs éligibles (cf. **taux directeurs de la BCE**).

Garanties (Collateral) : actifs mis en nantissement ou transférés (aux banques centrales par les **établissements de crédit**, par exemple) en garantie du remboursement de concours, ou actifs cédés (par les établissements de crédit aux banques centrales, par exemple) dans le cadre d'**accords de pension**.

Gouvernement d'entreprise (Corporate governance) : règles, procédures et processus en vertu desquels une organisation est dirigée et contrôlée. La structure du gouvernement d'entreprise définit la répartition des droits et responsabilités entre les différents acteurs de l'organisation, tels que le conseil d'administration, les dirigeants, les actionnaires et toute autre partie prenante, et établit les règles et procédures relatives à la prise de décision.

IFM (institutions financières monétaires) [MFIs (monetary financial institutions)] : institutions financières qui, considérées globalement, forment le secteur émetteur de monnaie de la **zone euro**. Elles incluent l'**Eurosystème**, les **établissements de crédit** résidents (au sens du droit communautaire) ainsi que toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts, et/ou de proches substituts des dépôts, d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Ce dernier groupe se compose essentiellement des OPCVM monétaires.

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)] : mesure 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 les opérations sur actions et **titres de créance** (obligations et instruments du **marché monétaire**) moins les 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 l'**Eurosystème** en vue de permettre aux **contreparties** une utilisation transfrontière des actifs éligibles. Dans le MBCC, les BCN assurent les unes pour les autres la fonction de conservateur. 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 d'*open market* que l'**Eurosystème** exécute à intervalles réguliers sous la forme d'une **opération de cession temporaire**. Ces opérations sont réalisées par voie d'appels d'offres normaux mensuels et sont normalement assorties d'une échéance de trois mois.

Opération de réglage fin (Fine-tuning operation) : opération d'*open market* réalisée par l'**Eurosystème** et destinée à faire face aux fluctuations inattendues de la liquidité bancaire. Ces opérations ne sont pas normalisées en termes de fréquence et d'échéance.

Option (Option) : instrument financier qui donne à son détenteur le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif spécifique (une obligation ou une action, par exemple) à un cours préalablement fixé (prix d'exercice) au plus tard à une date ultérieure définie à l'avance (date d'exercice ou d'échéance).

Pacte de stabilité et de croissance (Stability and Growth Pact) : le Pacte de stabilité et de croissance vise à maintenir une situation saine des finances publiques au cours de la phase III de l'**Union économique et monétaire** afin de fournir une meilleure assise pour la **stabilité des prix** et une croissance forte et durable, propice à la création d'emplois. À cette fin, il requiert des États membres la définition d'objectifs budgétaires à moyen terme. Il contient également les modalités pratiques de la **procédure 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 nouveau 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 avec la Croatie et la Turquie ont débuté le 3 octobre 2005, tandis que celles avec l'ancienne République yougoslave de Macédoine n'ont pas encore commencé.

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 définie à l'article 104 du **Traité** et précisée dans le protocole n° 20 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 104 est complété par le règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure 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** est souvent utilisé comme mesure de la rentabilité, établie à partir des comptes nationaux, par rapport au PIB ou à la valeur ajoutée, par exemple.

Réserves obligatoires (Reserve requirement) : montant minimum de réserves qu'un **établissement de crédit** est tenu de constituer auprès de l'**Eurosystème** 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** ne règle intégralement son obligation ni à l'échéance, ni à aucun moment au-delà de cette échéance. Il recouvre le risque de coût de remplacement et le risque en principal. Il comprend également le risque de défaillance de la banque de règlement.

Risque de liquidité 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 du marché.

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 le risque opérationnel, le **risque de crédit** et le risque 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 seront exigibles. Cette situation peut avoir des effets de contagion, et entraîner notamment d'importants problèmes de liquidité ou de crédit susceptibles de menacer la stabilité du système financier. Cette incapacité 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 qui n'ont pas encore adopté l'euro. Le SEBC est administré par le Conseil des gouverneurs, par le Directoire de la BCE et par le troisième organe de décision de la BCE, le Conseil général.

Système européen de comptes 1995 (SEC 95) [European System of Accounts 1995 (ESA 95)] : système complet et intégré de comptes macroéconomiques établis selon un ensemble de concepts statistiques, de définitions, de classifications et de règles comptables agréés à l'échelle internationale et visant à fournir une présentation harmonisée des données statistiques publiées par les États membres de l'UE. Le SEC 95 est la version, propre à la Communauté, du système international des comptes nationaux 1993 (SCN 93).

Système de règlement brut en temps réel (RTGS) [Real-time gross settlement system (RTGS)] : système de règlement dans lequel le traitement et le règlement des transactions ont lieu ordre par ordre (sans qu'intervienne une compensation) en temps réel (en continu) (cf. TARGET).

Système de règlement-livraison de titres [Securities settlement system (SSS)] : système de transfert permettant le règlement des transactions sur titres. Il comprend l'ensemble des dispositifs

institutionnels nécessaires à la compensation et au règlement des opérations sur titres et à la fourniture de services de conservation de titres.

TARGET (système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel) [TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)] : système de règlement brut en temps réel pour les paiements en euros.

TARGET2 (TARGET2) : nouvelle génération du système **TARGET** dans laquelle la structure technique actuellement décentralisée est remplacée par une plate-forme unique partagée offrant un service harmonisé assorti d'une structure tarifaire unique.

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 les dix principaux 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 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 (Treaty) : désigne le traité instituant la Communauté européenne (« traité de Rome »). Il a été modifié à plusieurs reprises, notamment par le traité sur l'Union européenne (« traité de Maastricht »), qui constitue le fondement de l'**Union économique et monétaire** et définit les statuts du **SEBC**.

Traitement de bout en bout [Straight-through processing (STP)] : traitement automatisé de bout en bout des transactions/flux de paiement incluant, 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 englobant les États membres dans lesquels l'euro a été adopté comme monnaie unique, conformément au **Traité**, et dans lesquels est menée une politique monétaire unique, sous la responsabilité du **Conseil des gouverneurs** de la **Banque centrale européenne**. 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 Slovaquie, la Slovaquie et la Finlande.

ISSN 1561-4581



9 771561 458005