



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSISTÈME

RAPPORT ANNUEL 2007

2007

2007

2007

ECB EZB EKT EKP

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

RAPPORT ANNUEL  
2007

10





BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME



## RAPPORT ANNUEL 2007

En 2008, toutes les publications de la BCE comporteront un motif figurant sur le billet de 10 euros.

© Banque centrale européenne, 2008

**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 :*

*Martin Joppen  
Walter Vorjohann*

*La date d'arrêt des statistiques figurant dans le présent Rapport est le 29 février 2008.*

ISSN 1561-4581 (version papier)

ISSN 1725-289X (internet)

# SOMMAIRE

<b>AVANT-PROPOS</b>	<b>9</b>	<b>3 LES BILLETS ET PIÈCES</b>	<b>123</b>
<b>CHAPITRE I</b>		3.1 La circulation des billets et pièces en euros et le traitement de la monnaie fiduciaire	123
<b>LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE</b>		3.2 La contrefaçon des billets et la lutte contre la contrefaçon	124
<b>1 LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE</b>	<b>18</b>	3.3 L'émission et la production des billets	125
<b>2 LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES, MONÉTAIRES ET ÉCONOMIQUES</b>	<b>26</b>	<b>4 LES STATISTIQUES</b>	<b>129</b>
2.1 L'environnement macroéconomique mondial	26	4.1 Les nouvelles statistiques ou les statistiques améliorées de la zone euro	130
2.2 Les évolutions monétaires et financières	31	4.2 Les autres évolutions statistiques	130
2.3 Les évolutions de prix et de coûts	59	4.3 La préparation à l'élargissement de la zone euro	131
2.4 Les évolutions de la production, de la demande et du marché du travail	70	<b>5 LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE</b>	<b>133</b>
2.5 Les évolutions budgétaires	77	5.1 Priorités de la recherche	133
2.6 Les évolutions des taux de change et de la balance des paiements	83	5.2 Publications et conférences	134
<b>3 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'UE HORS ZONE EURO</b>	<b>90</b>	<b>6 LES AUTRES TÂCHES ET ACTIVITÉS</b>	<b>136</b>
<b>CHAPITRE 2</b>		6.1 Le respect des interdictions relatives au financement monétaire et à l'accès privilégié	136
<b>LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE</b>		6.2 Les fonctions consultatives	136
<b>1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT</b>	<b>104</b>	6.3 La gestion des opérations d'emprunt et de prêt communautaires	140
1.1 Les opérations de politique monétaire	104	6.4 Les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves	140
1.2 Les opérations de change	113	<b>CHAPITRE 3</b>	
1.3 Les activités de placement	113	<b>ENTRÉE DE CHYPRE ET DE MALTE DANS LA ZONE EURO</b>	
<b>2 LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DE TITRES</b>	<b>116</b>	<b>1 LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES À CHYPRE ET À MALTE</b>	<b>144</b>
2.1 Le système TARGET	116	<b>2 LES ASPECTS JURIDIQUES DE L'INTÉGRATION DES BANQUES CENTRALES DE CHYPRE ET DE MALTE DANS L'EUROSYSTÈME</b>	<b>149</b>
2.2 TARGET2	118	<b>3 LES ASPECTS OPÉRATIONNELS DE L'INTÉGRATION DES BANQUES CENTRALES DE CHYPRE ET DE MALTE DANS L'EUROSYSTÈME</b>	<b>151</b>
2.3 TARGET2-Titres	120	3.1 Les opérations de politique monétaire	151
2.4 Les procédures de règlement pour les garanties	121		

3.2 La contribution au capital, aux réserves et aux avoirs de réserve de change de la BCE	152	2.2 La coopération avec des pays hors UE	185
<b>4 LE PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE À CHYPRE ET À MALTE</b>	<b>153</b>	<b>CHAPITRE 6</b>	
		<b>LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ</b>	
<b>CHAPITRE 4</b>		<b>1 LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN</b>	<b>190</b>
<b>LA STABILITÉ ET L'INTÉGRATION FINANCIÈRES</b>		<b>2 QUELQUES SUJETS ÉVOQUÉS LORS DES RÉUNIONS AVEC LE PARLEMENT EUROPÉEN</b>	<b>191</b>
<b>1 LA STABILITÉ FINANCIÈRE</b>	<b>158</b>	<b>CHAPITRE 7</b>	
1.1 Le suivi de la stabilité financière	158	<b>LA COMMUNICATION EXTERNE</b>	
1.2 Les dispositifs en matière de stabilité financière	160	<b>1 LA POLITIQUE DE COMMUNICATION</b>	<b>196</b>
<b>2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES</b>	<b>162</b>	<b>2 LES ACTIVITÉS DE COMMUNICATION</b>	<b>197</b>
2.1 Questions générales	162	<b>CHAPITRE 8</b>	
2.2 Le secteur bancaire	163	<b>LE CADRE INSTITUTIONNEL, L'ORGANISATION ET LES COMPTES ANNUELS</b>	
2.3 Les valeurs mobilières	164	<b>1 LES ORGANES DE DÉCISION ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE LA BCE</b>	<b>203</b>
<b>3 L'INTÉGRATION FINANCIÈRE</b>	<b>165</b>	1.1 L'Eurosystème et le Système européen de banques centrales	<b>203</b>
<b>4 LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ</b>	<b>170</b>	1.2 Le Conseil des gouverneurs	<b>204</b>
4.1 La surveillance des systèmes de paiement de montant élevé en euros et de leurs infrastructures	170	1.3 Le Directoire	<b>206</b>
4.2 Les services de paiement de détail	174	1.4 Le Conseil général	<b>208</b>
4.3 Les dispositifs de paiement par carte	174	1.5 Les comités de l'Eurosystème/ du SEBC, le comité budgétaire, la conférence sur les ressources humaines et le comité de pilotage informatique de l'Eurosystème	<b>209</b>
4.4 La compensation et le règlement-livraison de titres	174	1.6 Le gouvernement d'entreprise	<b>210</b>
<b>CHAPITRE 5</b>		<b>2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION</b>	<b>213</b>
<b>LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES</b>		2.1 Les ressources humaines	<b>213</b>
<b>1 LES QUESTIONS EUROPÉENNES</b>	<b>178</b>	2.2 Le nouveau site de la BCE	<b>215</b>
1.1 Les questions de politique économique	178	2.3 L'office de coordination des achats de l'Eurosystème	<b>216</b>
1.2 Les questions institutionnelles	178	<b>3 LE DIALOGUE SOCIAL AU SEIN DU SEBC</b>	<b>218</b>
1.3 Les évolutions dans les pays candidats et les relations avec ceux-ci	181	<b>4 LES COMPTES ANNUELS DE LA BCE</b>	<b>219</b>
<b>2 LES QUESTIONS INTERNATIONALES</b>	<b>182</b>	Rapport de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2007	<b>220</b>
2.1 Les principales évolutions du système monétaire et financier international	182		

Bilan au 31 décembre 2007	224	Graphique A Volatilité réalisée quotidienne du taux d'intérêt au jour le jour	44
Compte de résultat pour l'exercice clos le 31 décembre 2007	226	Graphique B Volatilité réalisée quotidienne des taux d'intérêt des dépôts à plus long terme	44
Les règles et méthodes comptables	227	Graphique C Volatilité réalisée et volatilité implicite des taux d'intérêt du marché monétaire à 3 mois	45
Annexe au bilan	232		
Annexe au compte de résultat	243		
Rapport du commissaire aux comptes indépendant	249		
Annexe relative à la répartition des bénéfices/couverture des pertes	250		
<b>5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2007</b>	<b>252</b>	3 Similarités et différences entre les épisodes de perturbations financières en 2007 et en 1998	50
<b>ANNEXES</b>		Graphique A Rendements obligataires à long terme aux États-Unis et dans la zone euro en 1998 et 2007	51
<b>INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE</b>	<b>256</b>	Graphique B Cours boursiers aux États-Unis et dans la zone euro en 1998 et 2007	51
<b>AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE</b>	<b>259</b>	4 L'incidence des effets de base liés à l'énergie sur l'inflation selon l'IPCH en 2007	61
<b>CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME</b>	<b>265</b>	Graphique A Contributions à la variation annuelle de l'inflation mesurée par l'IPCH depuis décembre 2006	61
<b>DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS 2007</b>	<b>269</b>	Graphique B Décomposition de la variation mensuelle de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH	62
<b>GLOSSAIRE</b>	<b>275</b>	Graphique C Décomposition de la variation de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH depuis décembre 2006	62
<b>LISTE DES ENCADRÉS</b>		5 Le renchérissement des produits alimentaires dans la zone euro	64
1 Les créances nettes des IFM sur les non-résidents et leur incidence sur les évolutions monétaires	37	Graphique A Contributions des prix des produits alimentaires transformés à la hausse de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH	64
Graphique A Créances nettes des IFM sur les non-résidents et M3	37	Graphique B Évolution des prix des produits alimentaires et des boissons tropicales	64
Graphique B Composition des flux de capitaux du secteur détenteur de monnaie et créances nettes des IFM sur les non-résidents	38		
Graphique C Composition des flux d'investissements de portefeuille	38		
Graphique D Évolutions des avoirs et des engagements bruts vis-à-vis des non-résidents	40		
2 La volatilité des taux d'intérêt du marché monétaire en 2007	42		

	Tableau	IPCH des produits alimentaires transformés hors tabac dans les États membres de la zone euro	<b>65</b>		Graphique	Excédent de réserves journalier au cours d'une période de constitution	<b>107</b>
6		Le recul du chômage dans la zone euro au cours des dernières années	<b>74</b>	10		Les incidences statistiques de l'élargissement de la zone euro à Chypre et à Malte	<b>149</b>
	Graphique A	Taux de chômage de la zone euro et croissance du PIB	<b>74</b>	<b>LISTE DES TABLEAUX</b>			
	Tableau	Taux de chômage de la zone euro en fonction du sexe, de la tranche d'âge et du niveau de qualification	<b>75</b>	1		Évolution des prix	<b>59</b>
	Graphique B	Intensité des réformes dans la zone euro et distribution par type de réforme, 2000-2006	<b>76</b>	2		Indicateurs de coûts salariaux	<b>68</b>
7		Les évolutions des émissions de titres de créance des administrations publiques et les écarts de rendements obligataires dans la zone euro	<b>78</b>	3		Structure de la croissance du PIB en volume	<b>71</b>
	Tableau A	Taux de croissance annuels des émissions de titres de créance par les administrations publiques de la zone euro	<b>79</b>	4		Évolutions du marché du travail	<b>73</b>
	Tableau B	Structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques de la zone euro	<b>80</b>	5		Situation budgétaire dans la zone euro	<b>78</b>
	Graphique A	Décomposition de la variation de la charge d'intérêts	<b>80</b>	6		Croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	<b>90</b>
	Graphique B	Écarts de rendement des emprunts publics par rapport à l'Allemagne	<b>80</b>	7		IPCH des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	<b>91</b>
	Graphique C	Swaps sur défaillance (CDS) souverains	<b>81</b>	8		Situation budgétaire des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	<b>93</b>
8		Les enseignements de la politique budgétaire menée en 2000-2001	<b>84</b>	9		Balance des paiements des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro	<b>94</b>
	Graphique A	Évolutions budgétaires 1998-2007	<b>84</b>	10		Évolutions au sein du MCE II	<b>95</b>
	Graphique B	Solde budgétaire et composante conjoncturelle	<b>84</b>	11		Stratégies officielles de politique monétaire des États membres de l'Union européenne n'appartenant pas à la zone euro	<b>99</b>
9		Les opérations de politique monétaire dans le contexte de volatilité des marchés financiers	<b>106</b>	12		Flux de paiements dans TARGET	<b>117</b>
				13		Répartition de la production des billets en euros en 2007	<b>127</b>
				14		Principaux indicateurs économiques de Chypre	<b>144</b>
				15		Principaux indicateurs économiques de Malte	<b>145</b>
				<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b>			
				1		Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire	<b>18</b>
				2		Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées	<b>26</b>
				3		Contributions géographiques à la croissance du PIB mondial	<b>29</b>
				4		Principales évolutions sur les marchés de matières premières	<b>30</b>
				5		M3 et prêts au secteur privé	<b>31</b>
				6		Principales composantes de M3	<b>32</b>

7	Taux d'intérêt des IFM appliqués aux dépôts à court terme et taux du marché monétaire	<b>33</b>	29	Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs de la zone euro	<b>70</b>
8	Ventilation sectorielle des dépôts inclus dans M3	<b>34</b>	30	Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume	<b>70</b>
9	Créances sur les résidents de la zone euro	<b>34</b>	31	Indicateurs de confiance	<b>72</b>
10	Taux d'intérêt du marché monétaire	<b>41</b>	32	Chômage	<b>73</b>
11	Taux à 3 mois de l'Eurepo, de l'Euribor et des <i>swaps</i> de taux d'intérêt au jour le jour	<b>42</b>	33	Taux de change effectif nominal et réel de l'euro	<b>87</b>
12	Rendements des emprunts publics à long terme	<b>46</b>	34	Solde du compte de transactions courantes et composantes	<b>87</b>
13	Points morts d'inflation au comptant et anticipés de la zone euro	<b>47</b>	35	Exportations en volume de la zone euro à destination d'une sélection de partenaires commerciaux	<b>88</b>
14	Principaux indices boursiers	<b>48</b>	36	Investissements directs et de portefeuille de la zone euro	<b>89</b>
15	Volatilité implicite des marchés boursiers	<b>49</b>	37	Position extérieure nette	<b>89</b>
16	Prêts des IFM aux ménages	<b>53</b>	38	Variations du taux de change de l'euro vis-à-vis des monnaies de l'UE n'appartenant pas au MCE II	<b>97</b>
17	Taux d'intérêt sur les prêts consentis aux ménages et aux sociétés non financières	<b>54</b>	39	Créances sur le secteur privé en 2007	<b>98</b>
18	Endettement des ménages et charges d'intérêts	<b>55</b>	40	Écart entre l'Eonia et le taux de soumission minimal	<b>104</b>
19	Coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro	<b>55</b>	41	Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2007	<b>105</b>
20	Ratios de rentabilité des sociétés non financières cotées de la zone euro	<b>56</b>	42	Garanties éligibles par types d'actifs	<b>110</b>
21	Ventilation du taux de croissance annuel en termes réels du financement externe des sociétés non financières	<b>57</b>	43	Actifs livrés en garantie dans les opérations de crédit de l'Eurosystème comparés aux encours de crédit dans les opérations de politique monétaire	<b>111</b>
22	Besoin de financement des sociétés non financières et principales composantes	<b>58</b>	44	Répartition par types d'actifs (y compris les créances privées) livrés en garantie	<b>112</b>
23	Ratios d'endettement des entreprises du secteur privé non financier	<b>59</b>	45	Nombre total de billets en euros en circulation entre 2002 et 2007	<b>123</b>
24	Ventilation de l'IPCH : principales composantes	<b>60</b>	46	Valeur totale des billets en euros en circulation entre 2002 et 2007	<b>123</b>
25	Contributions des principales composantes à l'IPCH	<b>60</b>	47	Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2007 par coupure	<b>124</b>
26	Ventilation des prix à la production	<b>67</b>	48	Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2007	<b>124</b>
27	Ventilation sectorielle de la rémunération par tête	<b>68</b>	49	Répartition des faux billets en euros par coupure	<b>125</b>
28	Évolution des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro	<b>69</b>			

## ABRÉVIATIONS

### PAYS

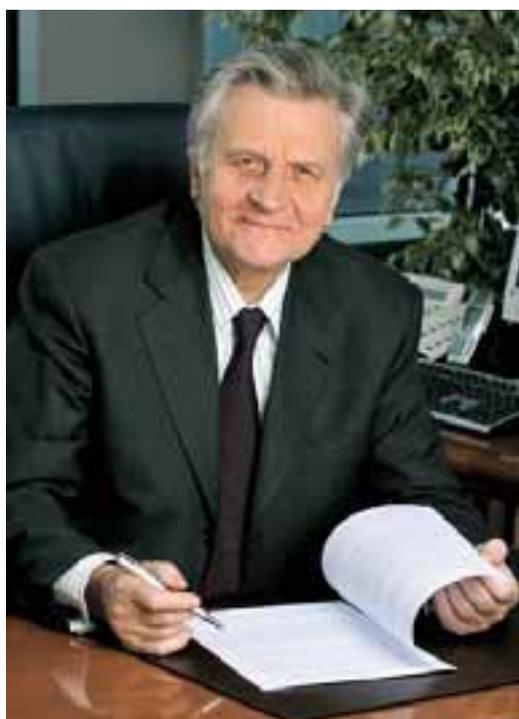
BE	Belgique
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
GR	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LV	Lettonie
LT	Lituanie
LU	Luxembourg
HU	Hongrie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PL	Pologne
PT	Portugal
RO	Roumanie
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
SE	Suède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

### AUTRES

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 recherches économiques 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
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



Au nombre des événements de l'année passée, le troisième élargissement de la zone euro depuis sa création en 1999 se distingue par son importance. En application de la décision prise en 2007, Chypre et Malte sont devenus, le 1<sup>er</sup> janvier 2008, les 14<sup>ème</sup> et 15<sup>ème</sup> États membres de l'UE à adopter l'euro, après la Grèce en 2001 et la Slovénie en 2007, et leurs banques centrales nationales (BCN) ont rejoint l'Eurosystème. J'aimerais souhaiter très chaleureusement la bienvenue aux citoyens chypriotes et maltais. Les bonnes performances économiques de Chypre et de Malte, réalisées grâce à la mise en œuvre au cours des dernières années de politiques macroéconomiques axées sur la stabilité, ont permis à ces deux pays de faire de l'euro leur monnaie nationale. Le passage à l'euro s'est déroulé de façon harmonieuse et efficace dans les deux pays. Après l'adoption de l'euro, ils devront toutefois veiller à ce que les politiques économiques poursuivies au niveau national permettent d'assurer un degré élevé de convergence durable.

Un autre événement important de l'année 2007 a été la signature du nouveau traité de l'UE par les chefs d'État et de gouvernement,

le 13 décembre à Lisbonne. Ce traité doit à présent être ratifié par l'ensemble des 27 États membres avant le 1<sup>er</sup> janvier 2009, date à laquelle son entrée en vigueur est prévue. La BCE se félicite de constater que la stabilité des prix est inscrite dans le nouveau traité en tant qu'objectif de l'UE et que l'Union économique et monétaire (UEM), avec l'euro comme monnaie, y figure également en tant qu'objectif de l'UE. La BCE devient une institution de l'Union et le nouveau traité confirme l'indépendance de la BCE, du SEBC et des BCN, ainsi que la personnalité juridique, les pouvoirs réglementaires et l'indépendance financière de la BCE. La BCE considère que le nouveau traité confirme le dispositif actuel de l'UEM et espère que le processus de ratification sera couronné de succès.

\*\*\*

En 2007, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est inscrite à 2,1 %, après 2,2 % en 2006. Si ce niveau est supérieur à celui correspondant à la définition de la stabilité des prix de la BCE, à savoir une inflation annuelle inférieure à, mais proche de 2 %, la politique monétaire de la BCE a néanmoins continué d'ancrer fermement les anticipations d'inflation à moyen et long termes à des niveaux globalement compatibles avec la stabilité des prix, en dépit d'un environnement économique caractérisé par des tensions significatives. Celles-ci résultent principalement de hausses des cours des matières premières, notamment de l'énergie et, en particulier au quatrième trimestre, des prix des produits alimentaires, ainsi que, au plan intérieur, des conséquences des relèvements de la fiscalité indirecte, de l'existence de contraintes de capacité dans un contexte d'expansion économique et de la présence de tensions sur le marché du travail. Le maintien de l'ancrage des anticipations d'inflation sur les horizons de moyen et long termes en 2007 témoigne par conséquent de la crédibilité de la BCE s'agissant du maintien de la stabilité des prix à moyen terme, conformément à son mandat. Cet ancrage constitue un préalable indispensable au bon fonctionnement des marchés, à une croissance soutenable et à la création d'emplois dans la zone euro, et constitue une priorité absolue pour le Conseil des gouverneurs.

Sur l'ensemble de 2007, les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme ont été nettement orientés à la hausse. Parmi ces risques figurait la possibilité de nouvelles hausses des prix du pétrole et des produits agricoles, et de relèvements imprévus des prix administrés et de la fiscalité indirecte. Plus fondamentalement, il existait des risques importants de renforcement de la capacité des entreprises à imposer leurs prix de vente, en particulier dans les compartiments de marché faiblement concurrentiels, et d'une dynamique salariale plus forte que prévu, impliquant une menace d'effets de second tour, liés au niveau temporairement élevé des taux d'inflation, sur le processus de fixation des salaires et des prix. Afin de garantir que la stabilité des prix serait préservée à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a suivi avec une attention particulière les négociations salariales et la fixation des prix dans la zone euro.

L'activité économique dans la zone euro a continué de croître à un rythme soutenu en 2007, avec une progression annuelle du PIB en volume de 2,6 %, en dépit de la volatilité des prix de l'énergie et d'un environnement marqué par le renforcement de l'incertitude résultant des turbulences sur les marchés de capitaux au second semestre de l'année. Tandis que les exportations de la zone euro ont continué de bénéficier d'une croissance mondiale robuste, en dépit d'un léger ralentissement, la demande intérieure, en particulier la formation brute de capital fixe, est restée le principal moteur de l'expansion économique. Au premier semestre 2007, la forte croissance de l'investissement a été soutenue par des conditions de financement favorables, la forte rentabilité des entreprises et la poursuite de l'amélioration de l'efficacité du capital. Au second semestre 2007, le renforcement de l'incertitude financière a en partie assombri la situation de l'économie réelle et la balance des risques entourant le scénario de référence pour la croissance dans la zone euro s'est dégradée.

Le recoupement avec les informations fournies par l'analyse monétaire a confirmé le diagnostic du Conseil des gouverneurs quant à la persistance

de risques nettement orientés à la hausse pour la stabilité des prix à moyen et à long termes. Une évaluation globale des données disponibles a confirmé que le taux d'expansion sous-jacent de la monnaie et du crédit était très vigoureux. Au second semestre 2007, les répercussions des turbulences financières sur la dynamique sous-jacente de l'agrégat monétaire large et des agrégats de crédit sont restées limitées. En témoigne notamment la robuste croissance des prêts bancaires au secteur privé domestique, en particulier aux sociétés financières, qui tend à indiquer que l'offre de crédit n'a pas été significativement affectée. Le Conseil des gouverneurs a porté une attention particulière aux évolutions monétaires au cours de cette période.

Afin de contenir les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a relevé à deux reprises, de 25 points de base, les taux directeurs de la BCE en mars et juin 2007. Par conséquent, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est passé de 3,50 % fin 2006 à 4,00 % en juin 2007. Au second semestre, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir inchangé le niveau des taux directeurs de la BCE. Tenant dûment compte également du degré inhabituellement élevé de l'incertitude relative aux répercussions des perturbations financières sur l'économie réelle, le Conseil des gouverneurs a jugé nécessaire de collecter et d'évaluer des informations supplémentaires et de suivre avec une attention particulière les évolutions des marchés de capitaux avant de tirer de nouvelles conclusions pour la politique monétaire. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il était à tout moment susceptible de prendre toutes les mesures nécessaires pour que les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix ne se matérialisent pas, et que l'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme soit préservé.

\*\*\*

De nouveaux progrès ont été accomplis en matière d'assainissement budgétaire en 2007,

selon les programmes de stabilité mis à jour, le ratio de déficit budgétaire moyen pour la zone euro ayant diminué pour s'inscrire à 0,8 % du PIB, contre 1,5 % en 2006. Toutefois, une nouvelle hausse de ce ratio est déjà prévue pour 2008 alors que de nombreux pays ne sont pas encore parvenus à des situations budgétaires saines. Cette situation comporte un risque que certains pays ne respectent pas les dispositions du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. Pour ne pas compromettre la crédibilité du pacte, ces pays devraient poursuivre des politiques beaucoup plus ambitieuses et améliorer leur position structurelle à un rythme de référence de 0,5 % du PIB par an, conformément aux exigences du pacte. Il est essentiel que tous les pays respectent leurs engagements et s'emploient à atteindre leur objectif de moyen terme visant une situation budgétaire saine au plus tard en 2010, comme convenu et annoncé lors de la réunion de l'Eurogroupe à Berlin en avril 2007. Un assouplissement budgétaire discrétionnaire serait totalement inapproprié. Au contraire, permettre le libre jeu des stabilisateurs automatiques dans les pays qui disposent d'une situation budgétaire saine et sauvegarder la soutenabilité à long terme des finances publiques représente la meilleure contribution que la politique budgétaire puisse apporter à la stabilité macroéconomique.

S'agissant des réformes structurelles, les résultats obtenus récemment dans le cadre de la stratégie de Lisbonne sont encourageants. Les réformes structurelles et la modération salariale de ces dernières années ont entraîné une hausse significative de l'emploi dans la zone euro, de quelque 15,8 millions de personnes au cours de la période de neuf ans qui a débuté avec la phase III de l'UEM, au regard de l'augmentation d'environ 4,5 millions de personnes observée pour le même groupe de pays au cours des neuf années antérieures à 1999. De même, le taux de chômage dans la zone euro a continué de reculer, revenant de 8,3 % en 2006 à 7,4 % en 2007, soit un niveau qui n'avait pas été observé depuis 25 ans. Toutefois, il faut se garder de tout excès de confiance. Les taux de chômage

sont encore élevés dans de nombreux pays et le taux d'activité reste faible en comparaison internationale. De plus, la croissance de la productivité dans la zone euro demeure atone, limitant les possibilités de hausses de salaires. Il est dès lors important que les autorités continuent de maintenir la dynamique engagée et renforcent leurs efforts de réforme pour supprimer les obstacles qui subsistent en matière de création d'emplois et de croissance de la productivité. Surtout, cela exige des améliorations dans le domaine de l'enseignement et de l'apprentissage tout au long de la vie, ce qui valoriserait le capital humain, améliorerait les perspectives d'emploi et développerait l'innovation. Des efforts constants sont également nécessaires à l'amélioration de la concurrence et de la flexibilité et à un meilleur fonctionnement des marchés du travail, des produits et des services. En particulier, le renforcement de la concurrence dans les secteurs des services et dans les activités de réseaux, ainsi que l'application de mesures adéquates sur le marché agricole de l'UE, favoriseraient la croissance de la productivité et la stabilité des prix dans la zone euro.

\*\*\*

L'année 2007 a été marquée par de fortes turbulences sur les marchés mondiaux de capitaux. À partir du mois d'août, une correction très importante de ces marchés, assortie d'épisodes d'intenses perturbations et d'un très haut degré de volatilité, a affecté les marchés monétaires de l'euro. L'assèchement de la liquidité sur le marché interbancaire de l'euro le 9 août a conduit la BCE à allouer 95 milliards d'euros de financements au jour le jour au taux directeur de 4,00 %. La BCE a procédé à d'autres opérations similaires, pour des montants décroissants, dans les jours qui ont suivi. Au cours des semaines et des mois suivants, la BCE a également mené des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires ainsi que des opérations de réglage fin. Elle a également fourni de la liquidité en dollars de façon coordonnée avec le dispositif temporaire d'adjudication (*Term Auction Facility* – TAF) de la Banque fédérale de réserve de New York.

À la fin de l'année, la BCE a pris des mesures particulières concernant la liquidité afin de répondre aux besoins spécifiques du système bancaire.

À la suite des opérations effectuées par la BCE, le taux au jour le jour est revenu aux niveaux stables, proches du taux directeur fixé par le Conseil des gouverneurs, qui prévalaient avant le début de la phase de turbulences. Toutefois, des tensions ont persisté sur les échéances longues de la courbe des taux du marché monétaire.

La correction enregistrée sur les marchés des capitaux a entraîné une réappréciation importante des risques de la part des intervenants de marché. La BCE, tout comme les autres membres de l'Eurosystème, avait souligné à plusieurs reprises, en particulier dans le cadre de sa *Financial Stability Review*, que la situation se caractérisait par une sous-évaluation des risques. Bien que la forte correction actuelle des marchés ne soit pas encore arrivée à son terme, il est possible d'en tirer provisoirement les enseignements suivants : a) la nécessité d'un renforcement des systèmes de gestion des risques par les banques ; b) la nécessité d'une réflexion sur les avantages et les inconvénients du modèle de « transfert des risques au sein du système » développé avant le début de la correction ; c) la nécessité d'améliorer la transparence de tous les intervenants des marchés ; d) la nécessité d'évaluer le rôle global des agences de notation du crédit ; et e) la nécessité d'une mise en œuvre par les autorités de supervision, de façon aussi rapide et efficace que possible, du nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres Bâle II, accompagnée d'une réflexion sur les améliorations susceptibles d'être apportées au régime de surveillance relatif au risque de liquidité.

Le système financier de la zone euro est demeuré solide en 2007, mais sa capacité à absorber les chocs a été sérieusement mise à l'épreuve au cours du second semestre. Outre les conséquences possibles des turbulences sur le marché du crédit, les risques pesant sur le système

bancaire de la zone euro sont essentiellement liés à la possibilité d'évolutions défavorables du cycle du crédit, assorties d'implications négatives pour la qualité des actifs des banques et, partant, de la nécessité d'accroître leurs dotations aux provisions pour dépréciation des créances. Par ailleurs, l'éventualité d'une correction brutale des déséquilibres mondiaux demeure une source de risques à moyen terme pesant sur la stabilité financière mondiale.

\*\*\*

En 2007, la BCE a continué d'apporter une contribution active au processus d'intégration financière européenne. En plus du suivi des avancées dans ce domaine et des conseils fournis sur la législation et la réglementation s'y rapportant, la BCE a confirmé son rôle de catalyseur pour les activités du secteur privé, en particulier en maintenant son soutien appuyé au projet d'Espace unique de paiements en euros. L'Eurosystème a entretenu un dialogue constant avec les banques et les autres acteurs et intensifié les efforts de coordination avec la Commission européenne. Il a soutenu l'adoption de la directive sur les systèmes de paiement, qui a été approuvée par le Conseil de l'UE le 15 octobre 2007.

Par ailleurs, le système TARGET2 a été lancé le 19 novembre 2007, avec la migration des opérations d'un premier groupe de huit pays vers la plate-forme unique partagée. Un deuxième groupe de sept pays a migré le 18 février de cette année, et le troisième groupe effectuera sa migration le 19 mai. Afin de profiter pleinement des avantages du système TARGET2, l'Eurosystème a continué d'étudier la possibilité d'offrir un nouveau service, dénommé TARGET2-Titres (T2S), afin de fournir une infrastructure technique commune pour le règlement en euros des opérations sur titres en monnaie de banque centrale des dépositaires centraux de titres et de traiter aussi bien les règlements de titres que les règlements en espèces sur une seule et même plate-forme technique. Avec T2S, il ne devrait pas y avoir de différence entre les règlements domestiques

et transfrontières au sein de la zone euro. Le système devrait donc contribuer à l'intégration et à l'harmonisation des services financiers de post-marché au niveau européen et favoriser la concurrence en fournissant un accès égal, moins coûteux et harmonisé aux services de règlement au sein des marchés de capitaux européens.

\*\*\*

L'effectif total budgété pour 2007 était de 1 348 personnes (en postes équivalent temps plein), contre 1 343 personnes en 2006. À la suite de l'introduction, en 2006, des principes généraux de mobilité qui encouragent les membres du personnel à changer de poste tous les cinq ans, la mobilité interne a reçu un soutien considérable. Au total, en 2007, 152 personnes, dont 31 cadres dirigeants et conseillers, ont effectué une mobilité interne, temporaire ou de long terme.

Au-delà des mesures visant à encourager la mobilité, la stratégie des ressources humaines (RH) est restée axée sur le développement de l'expertise des cadres dirigeants de la BCE et, en particulier, sur le renforcement des compétences managériales au moyen d'actions de formation et de mentorat individuel. L'acquisition et le développement en continu de qualifications et de compétences par l'ensemble des membres du personnel demeurent la pierre angulaire de la stratégie de la BCE en matière de ressources humaines. 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.

La Conférence sur les ressources humaines, instituée en 2005 en vue de favoriser la coopération et l'esprit d'équipe au sein des banques centrales de l'Eurosystème/du SEBC dans le domaine de la gestion des ressources humaines, a couvert différents aspects de la formation et du développement des compétences en 2007, notamment les possibilités offertes au sein du SEBC ainsi que l'élaboration de

mesures destinées à accroître la mobilité intra-SEBC.

\*\*\*

La phase de planification détaillée relative au nouveau site de la BCE a été finalisée en 2007. Mi-juillet, un avis de marché a été publié au Journal officiel de l'Union européenne en vue de sélectionner un maître d'œuvre chargé de la construction du futur siège de la BCE. Après avoir reçu les candidatures jusqu'à début octobre, la BCE a sélectionné plusieurs entreprises et les a invitées à soumissionner. La BCE arrêtera son choix d'ici octobre 2008. Le projet avance conformément au calendrier et au budget approuvés par le Conseil des gouverneurs.

\*\*\*

En 2007, la BCE a enregistré un bénéfice de 286 millions d'euros, après un bénéfice de 1 379 millions en 2006. Comme en 2006, une provision d'un montant équivalent a été constituée pour les risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or, ce qui ramène le bénéfice net à zéro. Cette provision servira à couvrir les pertes liées à l'exposition à ces risques, en particulier les moins-values latentes qui ne sont pas couvertes par les comptes de réévaluation. Son montant sera réexaminé tous les ans.

Francfort-sur-le-Main, mars 2008



Jean-Claude Trichet





**CHAPITRE I**

**LES ÉVOLUTIONS  
ÉCONOMIQUES ET LA  
POLITIQUE MONÉTAIRE**

## I LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE<sup>1</sup>

En 2007, la BCE a conduit sa politique monétaire dans un contexte de croissance économique robuste et d'expansion vigoureuse de la monnaie et du crédit dans la zone euro. Sur l'ensemble de l'année, les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme sont demeurés nettement orientés à la hausse, comme l'a mis en évidence l'examen régulier de la situation économique et monétaire effectué par le Conseil des gouverneurs. Pour contenir ces risques, le Conseil des gouverneurs a continué d'ajuster l'orientation de la politique monétaire, relevant les taux directeurs de la BCE de 50 points de base au total en mars et en juin. En conséquence, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est passé à 4,00 % en juin 2007.

Après le déclenchement des turbulences et l'accroissement de la volatilité sur les marchés de capitaux début août 2007, provoqués par une détérioration du marché américain des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) et la réappréciation subséquente du risque, les perspectives d'évolution de l'activité économique dans la zone euro ont été assombries par un

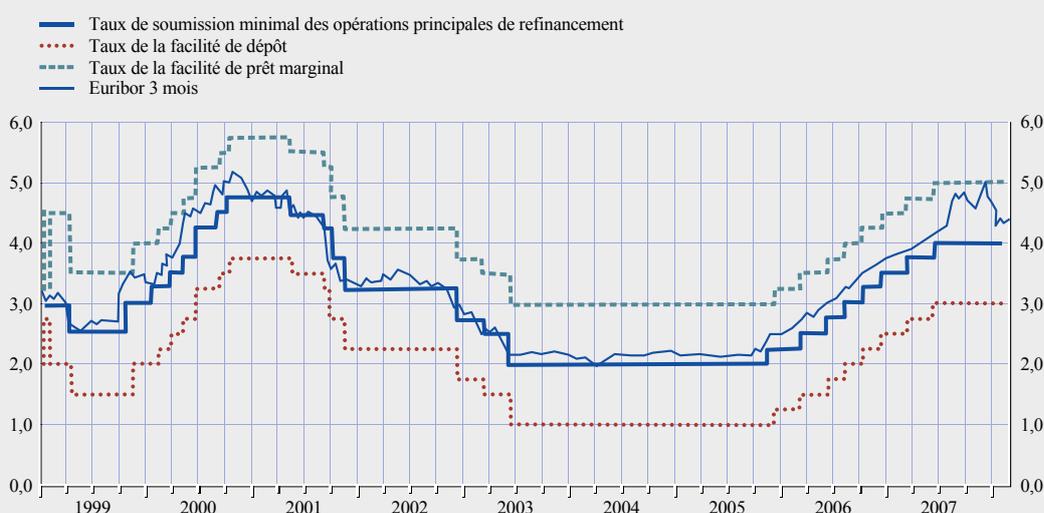
degré d'incertitude inhabituellement élevé. Indépendamment de la confirmation des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, il était nécessaire, dans ce contexte d'incertitude accrue, de collecter et d'analyser des informations supplémentaires avant de pouvoir tirer des conclusions pour la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a donc maintenu inchangés les taux directeurs de la BCE au second semestre (cf. graphique 1).

La hausse annuelle moyenne de l'IPCH s'est établie à 2,1 % en 2007, après 2,2 % en 2006. L'inflation globale a enregistré des fluctuations importantes au cours de l'année, essentiellement en raison des évolutions des prix de l'énergie. Jusqu'au troisième trimestre 2007, la progression annuelle de l'IPCH a été conforme à la définition de la stabilité des prix retenue par la BCE

<sup>1</sup> Toutes les données concernant la croissance du PIB en volume et l'inflation mesurée par l'IPCH reflètent les révisions disponibles à la date d'arrêt de ce rapport (29 février 2008). L'utilisation de données révisées plutôt que des données en temps réel disponibles au moment où les décisions de politique monétaire ont été prises ne modifie pas le raisonnement sur lequel ont reposé les délibérations et les décisions de politique monétaire présentées dans cette partie.

Graphique 1 Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : BCE.

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

(à savoir une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme), en partie en raison d'effets de base favorables liés aux évolutions des prix de l'énergie un an auparavant. Vers la fin de l'année, en revanche, l'inflation annuelle a fortement augmenté, atteignant des niveaux nettement supérieurs à 2 %. Cette hausse résultait essentiellement du renchérissement considérable du pétrole et des produits alimentaires sur les marchés mondiaux au second semestre 2007, amplifié par des effets de base défavorables liés au recul des prix de l'énergie au quatrième trimestre 2006. En revanche, les évolutions salariales sont demeurées assez modérées en 2007, malgré le contexte caractérisé par une croissance économique robuste, l'apparition de contraintes de capacité et de tensions sur les marchés du travail. Alors que les anticipations d'inflation à long terme issues des enquêtes sont demeurées ancrées à des niveaux compatibles avec le maintien de la stabilité des prix, les points morts d'inflation tirés des rendements obligataires, qui intègrent une prime de risque d'inflation, ont légèrement augmenté. Dans l'ensemble, les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme sont demeurés nettement orientés à la hausse. Parmi ces risques figuraient la possibilité de nouveaux renchérissements du pétrole et des produits agricoles, des relèvements imprévus des prix administrés et de la fiscalité indirecte et la possibilité d'un renforcement de la capacité des entreprises d'imposer leurs prix de vente, en particulier dans les secteurs protégés de la concurrence. Plus fondamentalement, l'émergence possible d'une dynamique salariale plus forte que prévu et, en particulier, d'effets de second tour sur le processus de fixation des salaires et des prix découlant de la hausse des prix des matières premières et du niveau élevé des taux d'inflation globale, a constitué des risques importants pour la stabilité des prix.

La croissance économique dans la zone euro s'est poursuivie à un rythme soutenu en 2007. Alors que les exportations ont continué de bénéficier d'une croissance mondiale robuste, quoique plus modérée, la demande intérieure a constitué le principal moteur de la poursuite de l'expansion. L'investissement est demeuré dynamique au

cours de l'année, soutenu par des conditions de financement favorables (en particulier au premier semestre), les bénéfices élevés des entreprises et l'amélioration continue de l'efficacité du capital liée à la restructuration des bilans sur une période prolongée. La consommation a également continué de contribuer à la croissance économique de la zone euro, soutenue par les évolutions du revenu réel disponible, en liaison avec la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Dans le contexte des turbulences financières qui sont apparues début août, les perspectives d'évolution de l'activité économique sont devenues plus incertaines et les risques à la baisse pesant sur la croissance se sont intensifiés. Néanmoins, les fondamentaux de la zone euro sont demeurés solides, la rentabilité des entreprises étant soutenue, la situation financière des ménages satisfaisante, la croissance de l'emploi robuste et les taux de chômage ayant baissé pour revenir de 8,2 % en 2006 à 7,4 % en 2007, leur niveau le plus bas depuis vingt-cinq ans. Globalement, en dépit des défis posés par la volatilité des prix de l'énergie et les turbulences financières, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 2,6 % en glissement annuel en 2007. Les risques à court terme pesant sur les perspectives de croissance économique ont été globalement équilibrés pendant la majeure partie de l'année, alors que les risques à moyen et long termes demeuraient orientés à la baisse. Ces risques étaient liés pour l'essentiel aux évolutions extérieures, notamment à la possibilité de nouvelles hausses des cours du pétrole et d'autres matières premières, aux déséquilibres mondiaux et aux éventuelles pressions protectionnistes. Après le déclenchement des perturbations financières, les risques à la baisse pesant sur la croissance se sont intensifiés en raison de l'incidence possible de la réappréciation du risque au sein des marchés de capitaux sur les conditions de financement, le climat des affaires et l'environnement international.

Le recoupement des conclusions de l'analyse économique avec celles de l'analyse monétaire a confirmé l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen et long

termes. La monnaie et le crédit ont continué d'enregistrer une forte progression en 2007. Bien qu'un certain nombre de facteurs temporaires (notamment l'aplatissement de la courbe des rendements et, plus tard dans l'année, les turbulences financières et des transactions spécifiques liées à la restructuration de certains groupes bancaires), aient influencé les évolutions de l'agrégat large M3, une évaluation globale des données a confirmé la vigueur du taux d'expansion sous-jacent de la monnaie et du crédit, comme l'a souligné, en particulier, la croissance soutenue des prêts au secteur privé. Le Conseil des gouverneurs a donc porté une attention particulière aux évolutions monétaires, en s'attachant également à mieux comprendre la réaction à court terme des institutions financières, des ménages et des entreprises aux turbulences observées sur les marchés de capitaux au second semestre 2007.

Pour contenir les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix mis en évidence par ses analyses de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé en mars et juin 2007 de relever de 25 points de base, respectivement, les taux directeurs de la BCE. Après le déclenchement des turbulences financières début août 2007, les perspectives d'évolution de l'activité économique dans la zone euro ont été entourées d'une incertitude plus forte que la normale, en raison de la volatilité accrue et de la réappréciation du risque sur les marchés de capitaux. Dans ce contexte, et indépendamment de son diagnostic de l'existence de risques nettement orientés à la hausse pour la stabilité des prix à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a jugé nécessaire de collecter des informations supplémentaires et d'examiner avec soin les données disponibles avant de tirer de nouvelles conclusions pour la politique monétaire. Ayant pris en compte le renforcement de l'incertitude, le Conseil des gouverneurs a donc laissé inchangés les taux directeurs de la BCE au second semestre de l'année.

Dans ses communications aux opérateurs de marché et au grand public, le Conseil des gouverneurs a souligné qu'il suivrait de très près

l'ensemble des évolutions, en particulier celles des marchés de capitaux. De plus, le Conseil des gouverneurs a fait part de sa volonté de contrecarrer les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix en agissant de manière résolue et en temps opportun pour éviter toute matérialisation, à moyen terme, des effets de second tour découlant du processus de fixation des salaires et des prix. Il entend maintenir ainsi les anticipations d'inflation à moyen terme solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Conformément au mandat qui lui a été confié, cet ancrage constitue une condition indispensable au bon fonctionnement des marchés, à une croissance économique soutenue et à la création d'emplois.

#### **NOUVEL AJUSTEMENT DE L'ORIENTATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE AU PREMIER SEMESTRE 2007**

Au début de l'année, de nouvelles informations sont venues étayer le raisonnement qui avait sous-tendu les relèvements de taux d'intérêt effectués en 2006. En particulier, ces données ont clairement confirmé le diagnostic selon lequel les risques pesant sur la stabilité des prix demeuraient orientés à la hausse, alors que l'activité économique continuait de progresser fortement dans la zone euro.

Affichant une hausse de 0,8 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2006, la croissance du PIB en volume de la zone euro a été supérieure aux prévisions. Les fortes contributions de la demande intérieure et des exportations ont constitué les principaux moteurs de la croissance, indiquant que l'expansion économique était de plus en plus induite par des facteurs endogènes. En outre, les indicateurs de confiance disponibles ont continué de corroborer l'analyse du Conseil des gouverneurs selon laquelle la dynamique soutenue de croissance s'était poursuivie début 2007. De plus, les perspectives à moyen terme d'évolution de l'activité sont demeurées favorables, les conditions étant réunies pour que l'économie de la zone euro enregistre une croissance soutenue, compte tenu de la vigueur de la croissance mondiale et du dynamisme de l'investissement dans la zone euro, accompagnés d'une

amélioration de la situation sur le marché du travail. Dans les projections macroéconomiques établies en mars 2007 par les services de la BCE, les fourchettes prévues pour la croissance du PIB en volume ont été révisées en hausse par rapport aux projections de l'Eurosystème de décembre 2006, essentiellement en raison de la vigueur persistante de la croissance au second semestre 2006 et de la baisse des prix de l'énergie qui, si ces évolutions s'avaient durables, devaient exercer une incidence positive sur le revenu réel disponible. Ces projections tablaient sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 2,1 % et 2,9 % en 2007, et entre 1,9 % et 2,9 % en 2008.

En ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH s'est maintenue à 1,9 % au début de l'année, soit un niveau compatible avec la définition de la stabilité des prix retenue par la BCE. Le recul de l'inflation globale depuis l'été 2006 résultait principalement de la baisse des prix de l'énergie. Dans son évaluation des perspectives d'évolution des prix, le Conseil des gouverneurs a souligné l'importance d'adopter une perspective de moyen terme et de faire abstraction d'une éventuelle volatilité des taux d'inflation au cours de l'année 2007. Dans les projections macroéconomiques des services de la BCE de mars 2007, la limite supérieure de la fourchette retenue pour l'inflation en 2007 était légèrement plus basse que dans les projections de décembre 2006 établies par les services de l'Eurosystème, reflétant en grande partie la baisse significative des cours du pétrole. La fourchette retenue pour l'inflation en 2008, en revanche, était légèrement supérieure à celle des projections de décembre, principalement en raison des anticipations d'un renforcement de la dynamique de croissance dans la zone euro, susceptible d'exercer des tensions plus marquées sur l'utilisation et les coûts des facteurs. Selon les projections, l'IPCH annuel moyen devait s'inscrire dans une fourchette comprise entre 1,5 % et 2,1 % en 2007 et entre 1,4 % et 2,6 % en 2008. À l'horizon de moyen terme pertinent pour la politique monétaire, des risques à la hausse continuaient de peser sur ces perspectives.

Les résultats de l'analyse monétaire ont confirmé les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix identifiés par l'analyse économique. La vigueur persistante de la croissance de la monnaie et du crédit dans un contexte de liquidité abondante dénotait des risques inflationnistes à moyen et long termes. Début 2007, la croissance annuelle de M3 a atteint des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis l'introduction de l'euro. De plus, la progression annuelle des prêts au secteur privé est demeurée soutenue, reflétant dans une large mesure la persistance de la tendance haussière de la croissance des prêts aux sociétés non financières depuis mi-2004. En revanche, dans un contexte d'augmentation des taux des prêts au logement dans l'ensemble de la zone euro et d'essoufflement du marché de l'immobilier résidentiel dans certaines régions, la progression des emprunts des ménages a montré des signes de modération, tout en demeurant à des taux élevés. Les données monétaires ont donc confirmé la tendance haussière ininterrompue du taux sous-jacent d'expansion de la monnaie et du crédit observée depuis mi-2004. Le Conseil des gouverneurs a donc estimé que les évolutions monétaires nécessitaient toujours un suivi très attentif, en particulier dans un contexte de croissance économique soutenue et de dynamisme persistant des marchés immobiliers dans la zone euro.

Au total, pour contenir les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix identifiés par les analyses économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé, le 8 mars 2007, de relever de 25 points de base les taux directeurs de la BCE. De plus, le Conseil des gouverneurs a estimé que, même après ce nouveau relèvement, et eu égard au contexte économique favorable, la politique monétaire de la BCE conservait un caractère accommodant.

S'agissant de l'activité, les données disponibles ont clairement confirmé que la croissance de l'économie de la zone euro se poursuivait à un rythme nettement supérieur aux prévisions formulées un an auparavant. Avec un taux de 0,8 % en glissement trimestriel, la progression

du PIB en volume au premier trimestre 2007 était encore légèrement supérieure aux prévisions précédentes. De plus, les perspectives à moyen terme d'évolution de l'activité économique restaient favorables. En effet, les projections de l'Eurosystème de juin 2007 faisaient état d'une croissance annuelle moyenne du PIB en volume se situant dans la partie supérieure de la fourchette de projections établie par les services de la BCE en mars. Dans le même temps, la fourchette de prévisions pour 2008 a été légèrement révisée en baisse à la suite du renchérissement du pétrole, la balance des risques pesant sur les perspectives à moyen et long termes étant considérée comme orientée à la baisse.

En outre, l'IPCH annuel s'est établi à 1,9 % en mai, niveau légèrement plus élevé que prévu début 2007, sous l'effet du renchérissement du pétrole. Compte tenu de la tendance haussière des cours du pétrole ressortant des contrats à terme, et au regard des évolutions antérieures des prix de l'énergie, tout indiquait que les taux annuels d'inflation n'allaient diminuer que légèrement au cours des mois suivants, avant de remonter sensiblement vers la fin de l'année. Selon le Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont restés orientés à la hausse à moyen terme. Ils sont liés en particulier à une progression des salaires plus importante que prévu dans un contexte d'utilisation croissante des capacités et à l'amélioration progressive de la situation sur les marchés du travail.

L'analyse monétaire a continué de confirmer l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes, le taux sous-jacent d'expansion monétaire demeurant vigoureux dans un contexte de liquidité déjà abondante. Cette situation s'est reflétée dans la poursuite de la croissance rapide de M3 et du crédit. Parallèlement, abstraction faite des facteurs affectant les évolutions monétaires et du crédit à court terme, des signes de plus en plus nombreux ont indiqué que les relèvements de taux d'intérêt influençaient progressivement la dynamique monétaire, même s'ils ne freinaient pas encore le rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie et du crédit.

Au total, le recouplement des conclusions de l'analyse économique avec celles de l'analyse monétaire a confirmé le diagnostic du Conseil des gouverneurs concernant l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. Le 6 juin, le Conseil des gouverneurs a donc décidé de relever à nouveau les taux directeurs de 25 points de base. À cette occasion, il a déclaré que, même après cette décision, la politique monétaire de la BCE présentait encore un caractère accommodant et que dès lors, il convenait de continuer d'agir de manière résolue et en temps opportun pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs a également annoncé qu'il suivrait avec attention l'ensemble des évolutions pour éviter que les risques pour la stabilité des prix à moyen terme ne se matérialisent.

#### **LES TAUX DIRECTEURS DE LA BCE N'ONT PAS ÉTÉ MODIFIÉS AU SECOND SEMESTRE 2007**

Au troisième trimestre, les nouvelles informations relatives à l'activité économique sont restées positives, confortant l'opinion selon laquelle la croissance de l'économie de la zone euro se poursuivait à un rythme soutenu, conformément au scénario de référence du Conseil des gouverneurs. Alors que la croissance trimestrielle du PIB en volume était revenue à 0,3 % au deuxième trimestre, après 0,8 % au premier trimestre, la croissance économique au premier semestre, considérée globalement, a été conforme à son potentiel. Toutefois, à la suite du déclenchement en août 2007 de la crise du marché américain des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) et des turbulences financières qui en ont résulté, les perspectives d'activité économique dans la zone euro ont été entourées d'un niveau inhabituellement élevé d'incertitude, ce qui a justifié un suivi attentif de l'ensemble des évolutions, particulièrement sur les marchés de capitaux.

Dans les projections macroéconomiques des services de la BCE de septembre 2007, la fourchette de croissance du PIB en volume prévue pour 2007 s'établissait entre 2,2 % et 2,8 %, ce qui correspondait à une légère révision en baisse par rapport aux projections établies par

les services de l'Eurosystème en juin 2007. Elle résultait principalement de l'hypothèse d'un léger renchérissement du pétrole et d'un certain durcissement des conditions de financement, lié à la hausse des primes de risque dans le contexte des turbulences financières. Pour 2008, la fourchette de croissance économique retenue est restée comprise entre 1,8 % et 2,8 %, sans changement par rapport aux projections de l'Eurosystème de juin 2007. Les risques pesant sur ces projections ont été considérés comme étant orientés à la baisse, essentiellement liés à une incidence potentiellement plus importante de la volatilité accrue et de la réappréciation en cours des risques au sein des marchés de capitaux sur les conditions de financement et le climat des affaires.

S'agissant de l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à 1,7 % en août mais, selon les prévisions, les taux d'inflation devaient rester supérieurs à 2 % durant le reste de l'année, essentiellement en raison d'effets de base liés aux prix de l'énergie. Dans les projections établies en septembre 2007 par les services de la BCE, l'IPCH annuel devait s'établir entre 1,9 % et 2,1 % en 2007, et entre 1,5 % et 2,5 % en 2008, le recul des pressions exercées par la fiscalité indirecte et les prix de l'énergie devant être annulé par des tensions liées à la hausse des coûts salariaux unitaires. Selon le Conseil des gouverneurs, des risques à la hausse continuaient de peser sur les perspectives d'évolution des prix.

L'analyse monétaire a encore confirmé cette évaluation, la vigueur persistante du taux sous-jacent d'expansion de la monnaie et du crédit faisant ressortir l'existence de risques à la hausse pour la stabilité des prix à moyen et long termes. Dans le contexte des turbulences financières qui se poursuivaient, le Conseil des gouverneurs a rappelé que la volatilité des marchés de capitaux pouvait exercer une influence temporaire sur la dynamique monétaire, puisque, comme constaté lors de précédents épisodes, les modifications du comportement du secteur privé à l'égard du risque pouvaient se traduire par d'importants arbitrages de portefeuille en faveur d'actifs

monétaires liquides et sûrs. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a estimé qu'une analyse exhaustive et approfondie des données relatives à la monnaie et au crédit était nécessaire pour mieux appréhender l'incidence des évolutions financières sur les évolutions monétaires et extraire de la croissance monétaire les signaux pertinents pour la politique monétaire, s'agissant des tendances inflationnistes à long terme.

En dépit de l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, identifiés dans le cadre de son analyse économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a estimé qu'au regard du niveau élevé d'incertitude lié aux perturbations financières, il était nécessaire de disposer d'informations supplémentaires avant de pouvoir tirer de plus amples conclusions pour la politique monétaire. Par conséquent, il a décidé de laisser inchangés les taux directeurs de la BCE au troisième trimestre, tout en réaffirmant qu'il suivrait très attentivement l'ensemble des évolutions, en particulier celles des marchés de capitaux, pour éviter que les risques pesant sur la stabilité des prix ne se matérialisent et pour que les anticipations d'inflation à moyen terme demeurent solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

Au quatrième trimestre, les nouvelles données reçues ont confirmé le caractère soutenu de l'expansion économique dans la zone euro. La croissance trimestrielle du PIB en volume de la zone euro s'est établie à 0,8 % au troisième trimestre 2007, principalement sous l'impulsion de la demande intérieure. De plus, les indicateurs de confiance disponibles, bien qu'en léger recul sous l'effet de la forte volatilité et de la réappréciation du risque sur les marchés de capitaux depuis début août 2007, sont généralement demeurés à des niveaux indiquant une poursuite de la croissance économique au quatrième trimestre, mais à un rythme probablement plus modéré qu'au troisième trimestre. Au total, le Conseil des gouverneurs a estimé que les fondamentaux de la zone euro demeuraient bien orientés, la rentabilité des entreprises étant élevée et la croissance de l'emploi robuste. Les projections macroéconomiques de décembre 2007 établies

par l'Eurosystème tablaient sur une progression annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 2,4 % et 2,8 % en 2007, entre 1,5 % et 2,5 % en 2008 et entre 1,6 % et 2,6 % en 2009. Alors que les fourchettes prévues pour 2008 ont été légèrement révisées en baisse, la nouvelle fourchette pour 2007 est demeurée dans la partie supérieure de la précédente.

Dans ce contexte, le scénario principal du Conseil des gouverneurs, celui d'une croissance du PIB en volume proche de son potentiel, s'est trouvé confirmé pour 2008 et 2009. Sur le plan intérieur, la consommation et l'investissement devaient contribuer à la croissance économique. Parallèlement, la demande extérieure devait continuer de soutenir les exportations de la zone euro, si l'économie mondiale demeurait solide, le ralentissement de la croissance aux États-Unis étant partiellement compensé par le dynamisme persistant des économies de marché émergentes. Les perspectives de croissance économique dans la zone euro restaient donc favorables, bien que les risques à cet égard soient demeurés orientés à la baisse. Ces risques étaient liés, pour l'essentiel, à l'éventualité d'une incidence des perturbations financières sur les conditions de financement et le climat des affaires, dont les effets pouvaient s'avérer négatifs pour la croissance dans la zone euro et dans le reste du monde.

Du côté des prix, la hausse annuelle de l'IPCH a atteint des niveaux supérieurs à 3 % au tournant de l'année. Les fortes hausses des prix du pétrole et des produits alimentaires sur les marchés mondiaux, ainsi que des effets de base défavorables liés aux prix de l'énergie, ont constitué les principaux facteurs à l'origine de cette évolution. Le Conseil des gouverneurs a considéré que la hausse annuelle de l'IPCH demeurerait nettement supérieure à 2 % au cours des premiers mois de 2008, avant de ralentir courant 2008. La période de taux d'inflation temporairement élevés s'avérerait dès lors légèrement plus longue que prévu.

En décembre 2007, les services de l'Eurosystème ont prévu une hausse de l'inflation comprise

entre 2,0 % et 3,0 % en 2008, mais ralentissant ensuite pour s'inscrire dans une fourchette comprise entre 1,2 % et 2,4 % en 2009. Par rapport aux projections de septembre 2007 des services de la BCE, la fourchette retenue pour 2008 a été relevée, reflétant principalement les hypothèses relatives à l'évolution des prix du pétrole et des produits alimentaires.

S'agissant des évolutions monétaires, il ne semble guère que les turbulences financières observées depuis août 2007 aient fortement influé sur la dynamique de l'agrégat monétaire large et des agrégats de crédit. En effet, la croissance des prêts bancaires au secteur privé domestique est demeurée robuste au second semestre 2007, ce qui tendrait à indiquer que l'offre de crédit n'a pas été affectée. Dans l'ensemble, une évaluation globale des données monétaires a confirmé la vigueur persistante du taux sous-jacent d'expansion de la monnaie et du crédit.

Compte tenu de l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, en particulier dans un contexte de contraintes de capacité et de bonne orientation des marchés du travail, il était impératif que les effets de second tour sur la fixation des salaires et des prix découlant du niveau temporairement élevé de l'inflation soient évités, afin d'assurer le maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a souligné une nouvelle fois qu'il suivait avec une attention particulière les négociations salariales dans les pays de la zone euro. En outre, tout mécanisme d'indexation des salaires nominaux sur l'indice des prix à la consommation doit être supprimé. Parmi les autres risques à la hausse figuraient de nouveaux renchérissements du pétrole et des produits agricoles, en particulier si la tendance observée au cours des derniers mois de 2007 devait se prolonger, ainsi que des relèvements imprévus des prix administrés et de la fiscalité indirecte.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé de ne pas modifier les taux d'intérêt directeurs de la BCE au quatrième trimestre 2007. Parallèlement, il a clairement fait savoir

que la BCE se tenait prête à prendre des mesures de politique monétaire de manière résolue et en temps opportun afin de contrecarrer les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, ainsi que l'exige sa mission définie par le Traité. La BCE se devait d'être prête à agir pour éviter que les effets de second tour liés au niveau élevé de l'inflation et les autres risques pesant sur la stabilité des prix ne se matérialisent et pour que les anticipations d'inflation à moyen et long termes demeurent solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

## 2 LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES, MONÉTAIRES ET ÉCONOMIQUES

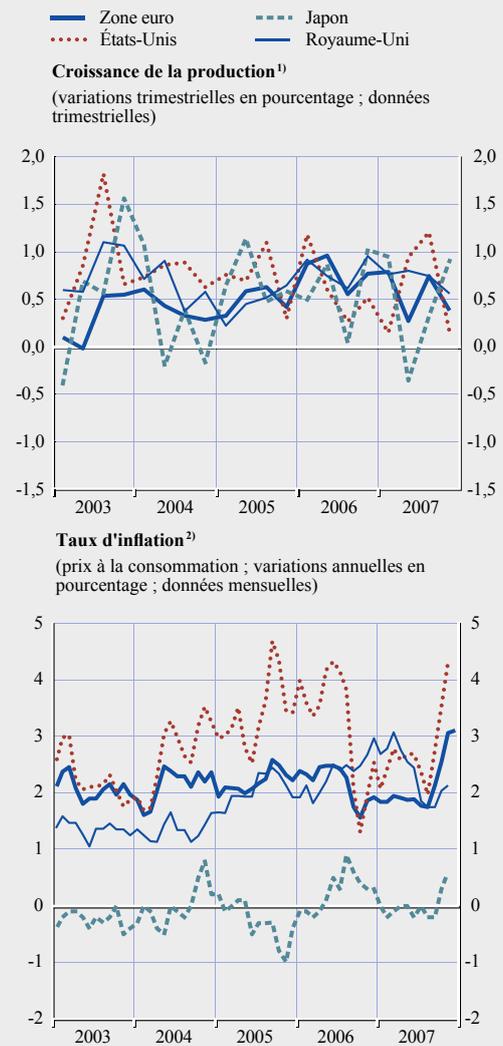
### 2.1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE MONDIAL

#### LA CROISSANCE MONDIALE RÉSISTE MÊME SI ELLE S'ESOUFLE

En 2007, l'activité économique mondiale (à l'extérieur de la zone euro) s'est quelque peu modérée par rapport aux conditions particulièrement favorables enregistrées au cours des trois années précédentes. Les tensions financières qui sont apparues à la mi-2007 et ont dominé les évolutions économiques mondiales ainsi que l'arrivée à maturité du cycle manufacturier mondial ont concouru à cette situation. La croissance économique s'est fortement ralentie aux États-Unis au quatrième trimestre de 2007 en dépit du caractère limité des retombées immédiates de l'apathie du marché immobilier américain sur les autres composantes de la demande intérieure, qui s'est par ailleurs nettement renforcée aux deuxième et troisième trimestres de l'année. Les répercussions internationales des perspectives économiques moins favorables outre-Atlantique sont cependant demeurées relativement restreintes en 2007. Dans les principales économies émergentes, les turbulences ont temporairement intensifié la volatilité du marché financier, mais ces économies se sont montrées plus résistantes que par le passé. Sur l'ensemble de l'année, l'expansion économique sur les marchés émergents s'est poursuivie à un rythme soutenu, particulièrement dans les pays asiatiques. Parallèlement, l'incertitude quant aux perspectives économiques mondiales s'est accrue, dans le contexte de la réévaluation généralisée des risques, du durcissement des conditions de financement, du renchérissement des matières premières et d'un recul des indicateurs de confiance.

Alors que les pressions inflationnistes mondiales sont demeurées généralement contenues jusqu'en septembre 2007, l'inflation globale a grimpé dans la plupart des économies vers la fin de l'année sous revue (cf. graphique 2). Dans les pays membres de l'OCDE, la hausse globale des prix à la consommation s'est accélérée pour s'établir à 3,3 % en décembre 2007. Cette augmentation est essentiellement due à la hausse des prix des matières premières

Graphique 2 Principales évolutions dans les grandes économies industrialisées



Sources : Données nationales, BRI, Eurostat et calculs de la BCE  
1) Les données relatives à la zone euro et au Royaume-Uni sont celles d'Eurostat ; pour les États-Unis et le Japon, les données nationales sont utilisées. Les chiffres concernant le PIB sont corrigés des variations saisonnières.  
2) IPCH pour la zone euro et le Royaume-Uni, IPC pour les États-Unis et le Japon

et à des effets de base défavorables. Eu égard au durcissement des conditions de marché, le cours du pétrole a continué de grimper en 2007. De plus, les prix des matières premières non pétrolières ont continué de s'apprécier fortement au premier semestre de 2007 et sont ensuite demeurés relativement volatils, à des niveaux élevés. Ces évolutions ont découlé d'un

net renchérissement des produits agricoles, en particulier des denrées alimentaires, qui n'a été que partiellement compensé par une baisse des prix des métaux. Les prix des produits agricoles ont de nouveau été affectés par la vigueur de la demande en provenance des économies émergentes, par le développement de la production de biocarburants et par la médiocrité des récoltes dans plusieurs pays. Compte tenu de la pondération plus élevée des denrées alimentaires dans leur indice des prix, les pressions inflationnistes ont été encore plus prononcées sur les marchés émergents que dans les pays industrialisés. Cependant, à l'exclusion des produits alimentaires et énergétiques, la hausse des prix à la consommation est demeurée modérée, affichant 2,1 % en décembre dans les pays membres de l'OCDE.

Aux États-Unis, le taux de croissance annuel du PIB réel a atteint 2,2 % pour l'ensemble de 2007, soit 0,7 point de pourcentage de moins qu'en 2006. Déjà entamée en 2006, la correction du marché immobilier est demeurée le principal frein à la croissance, réduisant la progression du PIB de près d'un point de pourcentage complet dans le contexte du recul des investissements résidentiels. De plus, les turbulences liées aux crédits hypothécaires à risque survenues sur les marchés financiers se sont intensifiées à partir de l'été de 2007 et ont contribué à brider la croissance vers la fin de l'année. L'activité économique a été volatile dans le courant de 2007 : le PIB est passé sous son taux potentiel au premier trimestre, l'a dépassé aux deuxième et troisième trimestres et est finalement reparti à la baisse au quatrième trimestre. Au vu de cette volatilité, la croissance de la consommation privée est restée étonnamment vive, en dépit de la cherté des produits énergétiques et des turbulences sur les marchés immobilier et financier, essentiellement en raison de la persistance de la progression de l'emploi et des revenus, qui s'est cependant sensiblement détériorée vers la fin de l'année. En outre, la croissance des investissements non résidentiels des entreprises privées a été vigoureuse, soutenue par les niveaux élevés de la rentabilité des entreprises et, au

premier semestre de l'année, les conditions de financement favorables. En 2007, la contribution des exportations nettes a été positive pour la première fois depuis 1995, traduisant la vigueur de la croissance mondiale ainsi que la dépréciation du taux de change effectif réel du dollar des États-Unis. Ces facteurs expliquent également le resserrement du déficit du compte de transactions courantes, qui est revenu de 6,2 % du PIB en 2006 à 5,5 % du PIB pendant les trois premiers trimestres de 2007. L'essentiel de cette amélioration est attribuable à la réduction du déficit commercial.

Les turbulences sur les marchés financiers, qui ont découlé de la hausse des taux de défaillance et de saisies sur le marché hypothécaire à risque américain, se sont intensifiées en été. Cependant, leurs effets sur l'économie réelle américaine sont demeurés relativement restreints pendant la majeure partie de 2007 et ont surtout été liés à la disponibilité et aux coûts des emprunts, particulièrement ceux des emprunts hypothécaires non conformes. Par ailleurs, les turbulences ont principalement affecté les marchés monétaires et le secteur financier, les banques ayant été contraintes de procéder à d'importantes réductions de valeurs.

Aux États-Unis, le taux de variation annuel de l'IPC s'est élevé à 2,8 % en 2007, alors qu'il affichait 3,2 % l'année précédente. La hausse des prix à la consommation s'est accentuée au premier semestre de l'année en raison du net renchérissement de l'énergie et d'une accélération de la composante de l'IPC ayant trait à l'équivalent du loyer pour les propriétaires. Après être demeurées relativement contenues pendant les mois d'été, les pressions inflationnistes se sont sensiblement accrues, la variation annuelle de l'IPC ayant atteint un pic de 4,3 % en novembre. Ce vif accroissement est en particulier attribuable à d'importants effets de base ainsi qu'aux affermisements des prix des produits énergétiques et alimentaires vers la fin de l'année. Le taux annuel d'inflation hors produits énergétiques et alimentaires a également présenté les signes d'une nouvelle accélération au cours des derniers mois de

l'année. Globalement en 2007, il s'est établi à 2,3 %, soit 0,2 point de pourcentage de moins qu'en 2006.

Au premier semestre de 2007, le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) du Système fédéral de réserve a maintenu inchangé le taux objectif des fonds fédéraux à 5,25 %. Après l'avivement des turbulences sur les marchés financiers à la fin de l'été, le Système fédéral de réserve a procédé à une série de baisses des taux en septembre et en octobre totalisant 75 points de base. Réduit de 25 points de base supplémentaires en décembre, le taux objectif est ressorti à 4,25 % à la fin de l'année, soit un point de pourcentage complet en deçà du niveau qu'il affichait en janvier. Le Système fédéral de réserve a également recouru à d'autres outils de politique monétaire. En août, il a resserré l'écart entre le taux des fonds fédéraux et le taux d'escompte, le portant de 100 à 50 points de base. Le 12 décembre, il a annoncé que de nouveaux changements seraient apportés à ses outils de politique monétaire. Il a mis sur pied un dispositif temporaire d'adjudication en dollars (*Temporary Term Auction Facility*) dans le but d'allouer, à des institutions dépositaires, des fonds à terme pour des échéances plus longues et contre un éventail de garanties plus large que lors des opérations d'*open market*. Parallèlement, il a accepté de mener des opérations temporaires d'apport de liquidités en collaboration avec la BCE et la Banque nationale suisse afin qu'elles puissent fournir des dollars des États-Unis aux établissements qui dépendent de leur juridiction.

S'agissant de la politique fiscale, le déficit budgétaire fédéral s'est réduit pendant l'exercice 2007 par rapport à l'année précédente. Ce fléchissement est essentiellement dû à une hausse de l'impôt sur le revenu et à un recul des dépenses. D'après les estimations des services budgétaires du Congrès, le déficit budgétaire fédéral s'est chiffré à 1,2 % du PIB au cours de l'exercice 2007.

Au Japon, la reprise économique s'est poursuivie en 2007 en dépit d'un affaiblissement de la demande intérieure et en particulier de la

consommation privée. L'expansion de l'activité réelle s'est tassée en 2007 : le PIB réel a progressé de 2,1 % contre 2,4 % en 2006, demeurant proche de la croissance potentielle pour la quatrième année consécutive. Si la persistance de la vigueur des exportations a continué de porter l'activité économique, la contribution de la demande intérieure à la croissance du PIB s'est réduite. Les activités d'exportation ont bénéficié de l'évolution du taux de change effectif du yen japonais et d'une demande extérieure solide, particulièrement en provenance d'Asie. La progression de la consommation privée s'est ralentie pour passer de 2 % en 2006 à 1,4 %, même si les conditions d'emploi sont demeurées globalement favorables. De plus, nonobstant le dynamisme des exportations, la croissance des investissements privés s'est ralentie. Cet essoufflement s'explique, d'une part, par un recul des investissements résidentiels lié à la révision de la Loi relative aux normes en matière de construction qui a engendré une contraction de l'activité dans ce secteur, et, d'autre part, par un ralentissement des investissements non résidentiels, sous l'influence d'une légère baisse de confiance des entreprises, en particulier celles de petite et moyenne tailles. En dépit de la modération des conditions économiques, les prêts bancaires ont continué de progresser en 2007, quoiqu'à un rythme moindre qu'en 2006, dans le contexte d'incertitudes accrues quant à l'environnement financier mondial.

La hausse des prix à la consommation est demeurée contenue au Japon en 2007, en raison essentiellement de la modestie de la croissance des revenus. Après avoir été positive en 2006 en raison des renchérissements des matières premières, la hausse annuelle des prix à la consommation a affiché un niveau négatif au début de 2007, avant de redevenir positive en octobre consécutivement au nouvel affermissement des prix des matières premières importées. Sur l'ensemble de l'année, le taux annuel de variation des prix à la consommation est ressorti à 0 %, contre 0,3 % en 2006 ; en excluant les produits frais, l'inflation s'est établie à 0 %, contre 0,1 % en 2006. En 2007, la Bank of Japan a maintenu sa politique de

resserrement très progressif des conditions monétaires, dans le sillage de la modération des pressions inflationnistes. Pour la deuxième fois depuis qu'elle a mis un terme à sa politique d'assouplissement quantitatif en mars 2006, la Bank of Japan a décidé en février 2007 de relever l'objectif du taux cible au jour le jour non garanti, le portant de 0,25 à 0,5 %.

Dans les économies émergentes, le rythme de l'activité économique est demeuré vigoureux et a été le principal moteur de l'expansion du PIB mondial en 2007, dans la mesure où la croissance des économies matures a commencé à s'essouffler (cf. graphique 3). Certaines pressions inflationnistes se sont fait jour dans plusieurs pays.

L'activité économique est demeurée robuste dans les économies émergentes asiatiques. Malgré un environnement extérieur peu favorable au second semestre de l'année, la vigueur de la demande intérieure a concouru au dynamisme de la croissance, particulièrement dans les plus grandes économies de la région. Les pressions inflationnistes sont demeurées contenues dans la plupart des économies grâce, notamment, au resserrement de la politique monétaire mis en œuvre dans nombre d'économies. Seule la Chine, où l'inflation a progressé dans le courant de l'année,

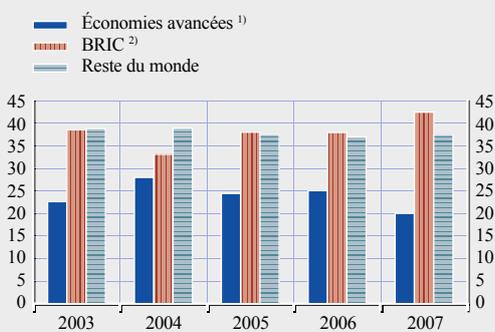
a fait exception. La valorisation des marchés boursiers locaux a poursuivi son ascension dans un contexte de fluctuations marquées, ce qui traduit la solidité des performances macroéconomiques de la région. Les évolutions sont apparues plus variées sur les marchés de change. Certaines devises des économies asiatiques émergentes – comme le baht thaïlandais et la roupie indienne – se sont sensiblement appréciées en termes réels dans le contexte d'importantes rentrées de capitaux, tandis que d'autres devises sont demeurées globalement stables voire se sont dépréciées en termes réels.

L'économie chinoise a poursuivi sa vive expansion l'année dernière. Le PIB réel a progressé de 11,4 % en 2007, contre 11,1 % en 2006, sous l'influence de la vigueur à la fois de la demande intérieure et des exportations nettes. Les pressions inflationnistes se sont intensifiées, la hausse des prix à la consommation étant passée de 2,2 % en janvier à 6,5 % en décembre, du fait essentiellement du renchérissement des produits alimentaires. Le yuan renminbi a continué de s'apprécier progressivement par rapport au dollar des États-Unis tout au long de l'année, même si les fluctuations en termes réels ont été moins marquées. En mai, la Banque populaire de Chine a annoncé un élargissement de la fourchette de fluctuation journalière du taux de change du yuan renminbi par rapport au dollar des États-Unis, qui est passée de  $\pm 0,3$  à  $\pm 0,5$  % du taux de référence. L'excédent commercial a continué de s'amplifier, portant l'excédent cumulé à 262 milliards de dollars des États-Unis en 2007 – quelque 8 % du PIB –, soit près de 50 % de plus que l'excédent atteint sur l'ensemble de l'année précédente. Dans ce contexte, les réserves de change ont poursuivi leur progression et ont totalisé 1 500 milliards de dollars des États-Unis à la fin de l'année sous revue, soit presque la moitié du PIB.

La croissance économique est également demeurée soutenue en Amérique latine, même si les performances en matière d'inflation et de croissance ont présenté une certaine hétérogénéité entre les économies. Les perspectives économiques ont continué à être portées par une amélioration des fondamentaux

**Graphique 3 Contributions géographiques à la croissance du PIB mondial**

(en pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE

Note: Estimations d'après la base de données du FMI, Perspectives de l'économie mondiale et prévisions d'octobre 2007 intégrant les taux de change révisés fondés sur les parités de pouvoir d'achat.

1) États-Unis, Japon et zone euro

2) Brésil, Russie, Inde et Chine

macroéconomiques, une nouvelle diminution des vulnérabilités financières, la cherté des matières premières et la robustesse de la demande intérieure. Les conditions financières extérieures se sont détériorées dans le sillage des récentes turbulences sur les marchés financiers, quoique dans une moindre mesure que lors des précédentes périodes de volatilité des marchés. S'agissant de la dette souveraine de l'Amérique latine, les écarts de rendement sur les *swaps* de défaut se sont en particulier creusés, même s'ils sont demeurés historiquement bas. Dans les principales économies de la région, alors que le rythme de l'activité économique a été robuste au Brésil, il a été plus modéré au Mexique, ce qui reflète la présence d'un environnement extérieur moins favorable, tandis que l'inflation a été jugulée dans ces deux pays. L'Argentine a, quant à elle, de nouveau enregistré des taux de croissance du PIB réel exceptionnels ainsi qu'un taux d'inflation élevé.

### LES ÉVOLUTIONS DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES EN 2007

En 2007, les prix du pétrole brut ont grimpé pour la quatrième année consécutive. Le cours du *Brent* a atteint environ 95,6 dollars des États-Unis le baril à la fin de novembre. Les cours pétroliers ont ensuite été volatils et se sont établis à 94,9 dollars des États-Unis le baril à la fin de l'année, dépassant ainsi de quelque 17 dollars les niveaux records qu'ils avaient atteints en août 2006. Exprimés en euros, les prix n'ont dépassé que de 4 euros le pic atteint en août 2006 et d'environ 40 % le niveau observé à la fin de la même année. Sur l'ensemble de 2007, le cours moyen du baril de *Brent* s'est élevé à 71 dollars des États-Unis, soit 9 % de plus que la moyenne de l'année précédente.

Les marchés pétroliers sont demeurés tendus tout au long de l'année. S'agissant de l'offre, alors que l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) avait revu à la baisse ses quotas de production et sa production effective vers la fin de 2006, l'offre hors OPEP n'a pas répondu aux attentes et n'a, dès lors, pas compensé la baisse de production de l'OPEP. De plus, la

**Graphique 4 Principales évolutions sur les marchés de matières premières**



saison des ouragans a perturbé la production à plusieurs reprises et l'a temporairement réduite. Au niveau mondial, la progression de la demande est restée relativement robuste. La vigueur de la croissance de la demande hors OCDE a permis de compenser la légère apathie de la demande observée vers la fin de l'année au sein de l'OCDE. Toujours vive, la demande émanant de la plupart des pays non membres de l'OCDE, en particulier de la Chine, a reflété la robustesse des performances économiques. En outre, la demande de pétrole a été soutenue par les subventions octroyées sur les produits pétroliers dans bon nombre de ces pays. Aux États-Unis comme dans les autres pays membres de l'OCDE, les stocks n'ont pu être constitués avant la saison de chauffage dans l'hémisphère nord, une période au cours de laquelle ils devraient normalement s'accroître. Eu égard à la fébrilité des marchés, la relative faiblesse des stocks de pétrole a alimenté les inquiétudes quant au manque de mesures permettant de faire face à d'éventuelles perturbations de l'offre à l'avenir (liées aux tensions géopolitiques et aux conditions climatiques extrêmes). Vers la fin de l'année, les prix ont présenté une volatilité accrue du fait du changement d'opinion des intervenants de marché sur le ralentissement des économies américaine et mondiale et sur une

certainne atténuation de l'activité spéculative. Les prix sont néanmoins demeurés élevés alors que l'Agence internationale de l'énergie a confirmé les perspectives favorables quant à la demande mondiale de pétrole en 2008 en raison de la forte croissance de la demande émanant de pays non membres de l'OCDE tout en laissant entrevoir la possibilité d'un recul du rythme de découverte de pétrole au cours de la prochaine décennie.

À l'instar du pétrole brut, d'autres matières premières se sont sensiblement renchériées en 2007. Ainsi, les prix des matières premières non énergétiques, mesurés par le HWWI, sont restés soutenus pendant la majeure partie de 2007 et ont atteint un niveau record à la mi-octobre tout en présentant une certaine volatilité. Au premier semestre de l'année sous revue, les prix des matières premières non énergétiques ont été soutenus par une grimpée des prix des matières premières industrielles et des produits agricoles attribuable à la vigueur de la croissance économique, à la médiocrité des récoltes ainsi qu'à l'utilisation accrue des matières premières agricoles dans la production de biocarburants. Pendant la seconde moitié de l'année, la tendance haussière des prix des produits agricoles et alimentaires s'est poursuivie, sous l'influence essentiellement de la robustesse de la demande chinoise, tandis que les prix des matières premières industrielles, et plus particulièrement des métaux non ferreux, s'inscrivaient en baisse en raison du ralentissement de la production industrielle dans les pays membres de l'OCDE. En termes agrégés, les prix des matières premières non énergétiques (exprimés en dollars des États-Unis) ont en moyenne progressé de quelque 19 % en 2007 par rapport à l'année précédente.

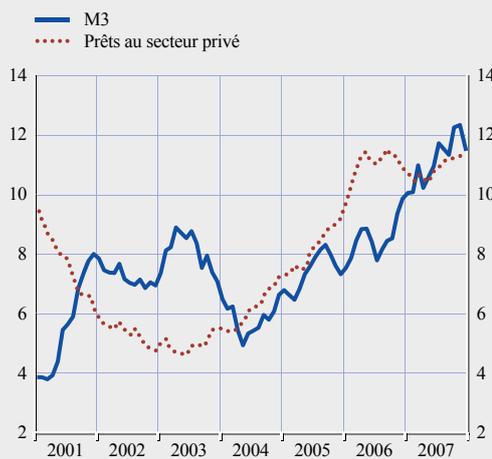
## 2.2 LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

### LE RYTHME DE L'EXPANSION MONÉTAIRE EST DEMEURÉ SOUTENU

2007 a été une nouvelle année marquée par une croissance soutenue de la monnaie et du crédit, qui s'est inscrite dans le prolongement

**Graphique 5 M3 et prêts au secteur privé**

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



Source : BCE

du raffermissement observé depuis mi-2004. Cette vigueur se reflète dans la persistance des taux de croissance élevés de l'agrégat monétaire large M3 comme des prêts au secteur privé (cf. graphique 5), qui se sont établis à respectivement 12 et 11,1 % au quatrième trimestre 2007.

Une analyse large des évolutions monétaires montre que la progression de M3 en 2007 pourrait quelque peu surestimer le rythme sous-jacent de l'expansion monétaire, eu égard à l'effet stimulant exercé par le profil relativement aplati de la courbe des rendements, qui a accru l'attrait des dépôts à court terme auprès des IFM par rapport aux dépôts et titres à plus long terme. La forte croissance de M3 pourrait dès lors dans une certaine mesure avoir été tirée par une demande d'actifs monétaires à des fins spéculatives. Dans le même temps, les relèvements des taux directeurs de la BCE observés depuis décembre 2005 ont clairement continué d'influencer les évolutions de la monnaie et du crédit. L'incidence de ces hausses des taux d'intérêt à court terme sur la dynamique monétaire a encore été manifeste, par exemple au niveau de la modération des rythmes de

croissance annuels de M1 et des prêts au secteur des ménages.

Les turbulences qui ont éclaté sur les marchés financiers à partir du second semestre 2007 n'ont jusqu'à présent exercé qu'une incidence limitée sur la dynamique de l'agrégat monétaire large. Elles ont toutefois affecté des composantes et contreparties spécifiques de M3, et plus particulièrement celles qui sont étroitement liées aux tensions qui sont apparues sur le marché monétaire, telle l'émission de titres d'OPC monétaires et de titres de créance d'IFM. Il ne semble cependant pas, jusqu'à présent du moins, y avoir eu d'arbitrage plus généralisé en faveur des actifs monétaires, lequel aurait pu avoir été provoqué par une montée plus répandue de l'aversion au risque au sein du secteur privé non financier à la suite de ces turbulences. Ce point de vue est corroboré par l'analyse détaillée des composantes et contreparties de M3, présentée ci-après.

### LES COMPOSANTES DE M3 ONT ÉTÉ INFLUENCÉES 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, revenant à 4,1 % à la fin de 2007, soit un niveau largement inférieur aux taux de croissance à deux chiffres observés entre 2003 et fin 2005, avant que les taux directeurs de la BCE ne soient relevés. Ce ralentissement est perceptible dans les deux composantes de M1, c'est-à-dire les dépôts à vue et les billets et pièces en circulation. En 2007, la croissance de M1 a principalement été influencée par deux forces contradictoires. D'une part, 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, a exercé un effet restrictif. D'autre part, la demande d'actifs inclus dans M1 à des fins de transaction s'est inscrite en hausse étant donné la robustesse persistante de l'activité économique de même, peut-être, qu'un désir de détenir des actifs inclus dans M1 en guise de tampon dans le contexte des récentes turbulences financières.

### Graphique 6 Principales composantes de M3

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

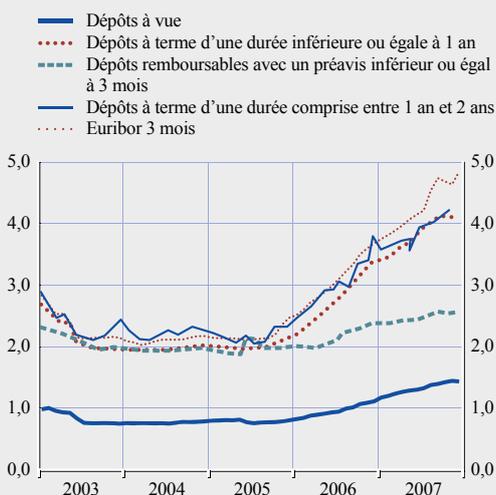


Le renforcement du taux de croissance annuel des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1) observé depuis mi-2004 s'est poursuivi en 2007, ce taux atteignant 17,8 % en décembre (cf. graphique 6). La contribution de ces autres dépôts à court terme à la progression annuelle de M3 est passée à 6,6 points de pourcentage en décembre, ces dépôts représentant l'essentiel de la substantielle expansion monétaire globale ainsi que de sa récente dynamique. Cette croissance vigoureuse masque toutefois des évolutions divergentes selon les différentes sous-composantes. Les importants flux 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 41,4 % en décembre 2007, contre 27,2 % en décembre 2006, 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 de 3,6 % au cours de la période d'un an se terminant en décembre, après avoir affiché de faibles niveaux de croissance fin 2006.

La rémunération des dépôts à court terme a globalement suivi la hausse des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire (cf. graphique 7). 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

### Graphique 7 Taux d'intérêt des IFM appliqués aux dépôts à court terme et taux du marché monétaire

(en pourcentage annuel)



Source: BCE

dépôts ayant progressé plus lentement et plus modestement, conformément aux évolutions passées. Cette situation a favorisé les arbitrages en faveur des dépôts à terme et au détriment de M1 et des dépôts d'épargne. En outre, la courbe des rendements étant relativement aplatie, les dépôts à court terme se sont avérés plus attractifs que les actifs à plus long terme plus risqués non inclus dans M3, dans la mesure où ils offrent plus de liquidité et moins de risques pour un coût peu élevé en termes de rendement, soutenant ainsi également les arbitrages au détriment d'actifs à plus long terme.

Alors qu'il avait déjà considérablement augmenté en 2006, le taux de croissance annuel des instruments négociables (M3-M2) s'est encore accéléré en 2007, atteignant 19,9 % en décembre, contre 13,3 % en décembre 2006. Cette hausse reflète dans une large mesure l'incidence du profil relativement aplati de la courbe des rendements dans la zone euro, qui a encouragé les arbitrages en faveur d'actifs monétaires à plus court terme. Dès lors, la contribution de ces instruments à la progression annuelle de M3 a été relativement vive, atteignant 2,7 points de pourcentage en décembre 2007.

Cette substantielle contribution recouvre des évolutions divergentes selon qu'elles sont antérieures ou postérieures à l'éclatement des turbulences sur les marchés financiers, lesquelles apparaissent lorsque l'on examine l'évolution des sous-composantes. Ainsi par exemple, le taux de croissance annuel des titres d'OPC monétaires a constamment augmenté au cours de l'année se terminant en juillet 2007. Certains OPC monétaires se sont exposés au marché du crédit structuré afin d'obtenir des rendements plus élevés de manière à améliorer leur performance par rapport à leur taux d'intérêt de référence sur le marché monétaire. Dans le contexte des turbulences secouant les marchés financiers, les titres d'OPC monétaires ont subi de très importantes sorties nettes en août et en septembre, et une nouvelle fois en décembre, qui ont entraîné un repli de leur taux de croissance annuel. Ces sorties ont probablement traduit une aversion au risque généralisée à l'encontre de ces fonds, les investisseurs ne s'étant apparemment pas sentis à même d'évaluer les risques encourus par les fonds individuels en termes d'exposition à des titres adossés à des actifs à une époque où le prix de ces instruments était particulièrement volatil et difficile à estimer. Les cessions de titres d'OPC monétaires observées se sont reflétées dans de substantielles entrées sur le marché des titres de créance à court terme d'IFM. Entre août et novembre, les avoirs en titres de ce type détenus par le secteur détenteur de monnaie se sont accrus au rythme le plus soutenu depuis le démarrage de la phase III de l'UEM, finançant ainsi le secteur des IFM.

### LES AVOIRS MONÉTAIRES DES MÉNAGES SE SONT FORTEMENT ACCRUS

L'agrégat le plus large des composantes de M3 pour laquelle 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 de l'agrégat « dépôts inclus dans M3 » pour le secteur des ménages, secteur qui contribue le plus à l'accroissement total des dépôts inclus dans M3, a atteint 8,1 % en décembre 2007 (cf. graphique 8). La tendance haussière affichée par ce taux depuis

mi-2004 s'est donc poursuivie, soutenue par l'augmentation du revenu et du patrimoine ainsi que par la rémunération croissante des dépôts inclus dans M3. La vive progression des dépôts des ménages inclus dans M3 est dès lors une preuve de la vigueur de la croissance sous-jacente de la monnaie.

Poursuivant l'ascension observée depuis fin 2004, le taux de croissance annuel des dépôts inclus dans M3 détenus par les sociétés non financières a encore augmenté au premier semestre 2007, avant de se stabiliser à 11,1 % en décembre 2007. En 2007, la forte demande d'actifs liquides par les sociétés a corroboré la vigueur de la rentabilité et la robustesse de l'investissement (actuel et attendu) des entreprises. Le taux de croissance des dépôts inclus dans M3 détenus par les autres intermédiaires financiers (AIF), qui n'incluent pas les compagnies d'assurances et les fonds de pension, s'est établi à 25 % sur une base annuelle en décembre 2007. Ce renforcement traduit dans une certaine mesure une hausse des prêts interbancaires garantis dont le règlement s'effectue sur des plates-formes

de courtage électroniques, liée à une perte de confiance dans les contreparties à la suite des turbulences sur les marchés financiers, qui a incité les intervenants de marché à donner la préférence à des prêts interbancaires garantis plutôt que non garantis. De plus, cette accélération s'explique également en partie par un certain besoin de la part des fonds de placement de maintenir des réserves de liquidités plus importantes et, au quatrième trimestre 2007, par les dépôts supplémentaires constitués dans le contexte de l'acquisition, via un intermédiaire non monétaire, d'une IFM de la zone euro par plusieurs autres IFM.

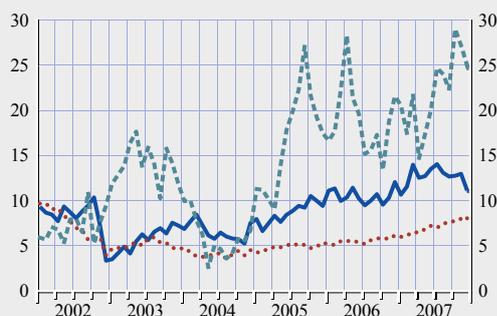
### LES CRÉANCES SUR LE SECTEUR PRIVÉ ONT VIVEMENT PROGRESSÉ

Après avoir augmenté en 2004 et en 2005, le taux de croissance annuel des concours des IFM aux résidents de la zone euro s'était stabilisé en 2006. Il est demeuré robuste en 2007, s'établissant à 9,3 % au quatrième trimestre (cf. graphique 9). La vigueur de cette activité de prêt par les IFM a reflété la rapide expansion des crédits consentis au secteur privé, tandis

**Graphique 8 Ventilation sectorielle des dépôts inclus dans M3**

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

- Sociétés non financières
- ... Ménages
- - - Autres intermédiaires financiers



Source : BCE  
 Note : Le secteur déclarant englobe les IFM à l'exclusion de l'Eurosystème et de l'administration centrale. Les dépôts de M3 englobent les dépôts à court terme et les pensions.

**Graphique 9 Créances sur les résidents de la zone euro**

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

- Actions et autres participations
- ... Titres du secteur privé autres que des actions
- Titres des administrations publiques autres que des actions
- ▨ Prêts au secteur privé
- ▨ Prêts aux administrations publiques
- - - Créances sur les résidents de la zone euro



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

que les créances consenties aux administrations publiques se sont contractées.

Plus précisément, les IFM ont quelque peu réduit leurs prêts aux administrations publiques, tout en supprimant de leurs portefeuilles, sur une base nette, des titres de créance des administrations publiques pour des montants assez importants. La contraction, en rythme annuel, des avoirs en titres publics a atteint 5 % au quatrième trimestre 2007. Cette évolution s'observe – à quelques brèves exceptions près – depuis mi-2006 et est caractéristique des périodes durant lesquelles les taux d'intérêt à court terme et les coûts de financement sont en hausse.

Le taux de croissance annuel des concours des IFM au secteur privé a progressivement augmenté en 2004 et en 2005, avant de se stabiliser à un niveau élevé en 2006. Il est demeuré vif en 2007, avoisinant les 11,5 %. Les prêts consentis au secteur privé ont continué d'être la principale forme de concours accordés par les IFM en 2007, tandis que l'importance des achats par les IFM de titres autres que des actions s'est accrue.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé s'est établi à 11,1 % au quatrième trimestre 2007, après avoir oscillé autour de ce niveau élevé depuis mi-2006, l'activité économique vigoureuse et les critères d'octroi des crédits favorables ayant soutenu l'augmentation des prêts. Dans le même temps, les hausses des taux d'intérêt bancaires, reflétant celles des taux directeurs de la BCE observées depuis décembre 2005, ont freiné la demande de crédits par le secteur privé.

La vigueur des concours au secteur privé masque des évolutions divergentes selon les différents secteurs. Alors que le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est atténué en 2007, poursuivant une tendance observée depuis début 2006, les taux de croissance annuels des concours aux sociétés financières et non financières se sont accrues.

La modération du taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'explique essentiellement par le recul de celui des prêts au logement, qui a reflété le ralentissement de la hausse des prix des logements et de l'activité sur le marché immobilier dans plusieurs économies de la zone euro et la hausse progressive des taux hypothécaires dans toute la zone euro au cours des derniers trimestres.

Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières a augmenté en 2007, atteignant un niveau très élevé au regard des standards des trois dernières décennies. Durant le premier semestre de l'année, la demande de prêts a été soutenue par la vigueur de la croissance économique et des opérations de fusions et acquisitions, de même que par les conditions de financement favorables. Au second semestre 2007, dans le contexte des turbulences secouant les marchés financiers, les importants volumes des prêts consentis par les IFM au secteur privé non financier ont soulevé la question de savoir si le flux déclaré des prêts aux ménages et aux sociétés non financières ne résultait pas de distorsions provenant d'opérations liées à la gestion du bilan des banques suite aux turbulences. Les informations disponibles quant au volume des prêts retirés des bilans des IFM suggéraient que les banques avaient été en mesure de continuer à supprimer les prêts de leurs bilans au second semestre 2007, fût-ce à un rythme quelque peu plus lent, ce qui suggère que le flux de prêts accordés par les IFM à ce secteur a continué d'être sous-estimé dans les déclarations de données.

Il semble ainsi que, en 2007, les grandes quantités de prêts accordés aient reflété le flux de financement des sociétés non financières et des ménages par les banques plutôt qu'une réintermédiation à la suite des turbulences sur les marchés financiers, laquelle n'a probablement expliqué que très partiellement l'expansion des prêts des IFM. Les faits n'ont donc pas confirmé que l'offre de crédits bancaires avait été sévèrement affectée par les turbulences en 2007. Cet élément est toutefois

compatible avec des conditions d'offre plus restrictives, comme l'indiquent les enquêtes sur la distribution du crédit bancaire des troisième et quatrième trimestres, qui font état d'un net durcissement des critères d'attribution des crédits au secteur des entreprises, en particulier dans le cas des prêts aux entreprises les plus grandes et des prêts d'échéance plus longue. Dans le même temps, il est possible que les sociétés non financières aient été à même de continuer à emprunter par le biais de lignes de crédit approuvées à des conditions convenues avant les turbulences.

Le taux de croissance annuel des prêts aux AIF a sensiblement augmenté en 2007. Au premier semestre, les prêts des IFM à ces entités semblent avoir été principalement tirés par la demande émanant des fonds de placement et la demande de crédits-relais dans le cadre d'opérations de titrisation assorties d'une cession parfaite. Au second semestre, la demande de prêts a reflété, par exemple, la reprise d'une IFM, la gestion de portefeuille de fonds de placement, de même que la demande liée aux turbulences provoquée par le retrait des lignes de crédit dont bénéficiaient des entités spécialisées en instruments de placement structurés (SIV) et la préférence accrue des IFM pour les prêts interbancaires garantis par le biais des plates-formes de courtage électroniques.

En 2007, les IFM ont octroyé des crédits au secteur privé en augmentant leurs avoirs en titres émis par le secteur des entreprises, notamment en achetant des titres de créance plutôt qu'en acquérant des actions et autres participations. La plupart des titres achetés en 2007 étaient assortis d'échéances longues. La forte progression de ces avoirs en titres, en particulier avant le déclenchement des turbulences, a été le reflet d'opérations de titrisation des prêts dans certains pays de la zone euro et de l'intégration financière croissante de la zone euro, où les IFM d'un pays de la zone euro achètent des instruments titrisant des prêts hypothécaires dans d'autres pays de la zone euro plutôt que de procéder à des investissements directs sur ces marchés hypothécaires. En outre, à la fin de 2007, les

IFM ont acquis d'importantes quantités de titres de créance dans le contexte de la reprise d'une IFM par une entité de financement appartenant au secteur des AIF. Toutefois, dans le contexte des turbulences financières, il est possible que les IFM aient acheté des instruments liés à des prêts antérieurement titrisés, réintermédiant ainsi certains de leurs portefeuilles de prêts.

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 ralenti, s'établissant à 7,8 % en décembre 2007, après avoir atteint 9,7 % fin 2006. Ces chiffres masquent toutefois le fait que ce taux de croissance s'est renforcé jusqu'à mi-2007 avant de progressivement reculer par la suite, un profil qui s'observe généralement à la fois pour les dépôts à plus long terme et pour les titres de créance des IFM. Cette observation, qui est cohérente avec un changement des préférences du secteur détenteur de monnaie (notamment une préférence accrue pour les échéances plus courtes), pourrait, dans une certaine mesure, refléter un affaiblissement du rythme de l'activité de titrisation, que l'on associe souvent à la constitution de dépôts à long terme.

La position créditrice nette du secteur des IFM a été marquée par des évolutions volatiles en 2007. D'importantes entrées de capitaux au premier trimestre 2007 ont fait en sorte que le flux annuel de la position créditrice nette du secteur des IFM a atteint un niveau record de 340 milliards d'euros en mars, tandis que les intervenants des marchés financiers ont vu des opportunités d'investissement favorables dans la zone euro dans le contexte de faible volatilité et de forte liquidité des marchés financiers. Le flux annuel net s'est ensuite modéré durant le reste de l'année, revenant à 17 milliards d'euros en décembre, à mesure que les positions ont cessé d'être rentables et ont dès lors en partie été dénouées. (Pour une analyse détaillée des évolutions de la position créditrice nette du secteur des IFM, cf. encadré 1). La présentation monétaire de la balance des paiements montre

## LES CRÉANCES NETTES DES IFM SUR LES NON-RÉSIDENTS ET LEUR INCIDENCE SUR LES ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES

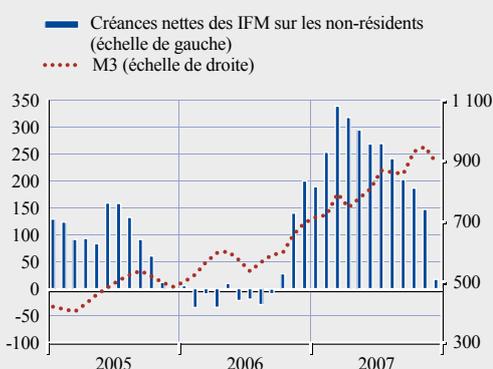
Les créances nettes des IFM sur les non-résidents mesurent les transactions nettes, effectuées par l'intermédiaire d'IFM résidentes, entre le secteur détenteur de monnaie de la zone euro et ses contreparties à l'extérieur de la zone euro. La position créditrice nette des IFM vis-à-vis des non-résidents constitue l'une des contreparties de l'agrégat monétaire large M3 et joue occasionnellement un rôle clé dans les évolutions monétaires au sein de la zone euro. Contrairement à la majeure partie de l'année précédente, 2007 a été caractérisée par de fortes variations du flux annuel de créances nettes sur les non-résidents, les créances s'étant nettement accumulées entre la fin de l'année 2006 et le début de l'année suivante avant de s'inscrire en baisse dans la seconde moitié de 2007. Tandis que, entre octobre 2006 et avril 2007, ces mouvements se sont reflétés dans la structure des flux annuels au sein de M3, tel n'a plus été le cas entre mai et octobre 2007 (cf. graphique A). Le présent encadré passe en revue les évolutions des créances nettes des IFM sur les non-résidents et cite quelques explications possibles.

### Quelques aspects conceptuels

La manière dont les détenteurs de monnaie, comme les ménages et les sociétés non financières, financent leurs transactions avec le reste du monde détermine si les fluctuations des créances nettes des IFM sur les non-résidents influencent ou non l'agrégat M3<sup>1</sup>. À supposer, par exemple, qu'un ménage de la zone euro acquière une obligation émise par un établissement résidant aux États-Unis, si cette transaction est effectuée par le biais de comptes détenus auprès d'une IFM, elle impliquera un recul des créances nettes du secteur des IFM sur les non-résidents, dans la mesure où l'établissement de crédit résident chargé de la transaction, soit réduira les créances qu'il détient sur sa banque correspondante aux États-Unis, soit allouera un dépôt à cette même banque. L'incidence de cette opération sur M3 n'en est pas moins ambiguë. D'une part, si l'achat est financé à l'aide d'un dépôt à vue que le ménage détient auprès de son établissement de crédit, une influence modératrice s'exercera sur M3, étant donné le recul de la composante M1. D'autre

**Graphique A Créances nettes des IFM sur les non-résidents et M3**

(flux annuels en milliards d'euros)



Source : BCE

1 Il convient de garder à l'esprit, lors de l'examen des évolutions monétaires, que seules les transactions entre, d'une part, les détenteurs de monnaie de la zone euro et, d'autre part, les banques et les non-résidents de la zone euro influencent directement le stock de monnaie. Une transaction effectuée entre des non-IFM résidents ne représente qu'une circulation de monnaie au sein du secteur détenteur de monnaie et n'influence pas le stock total de monnaie dans la zone euro. Ce dernier varierait en revanche si des transactions privées étaient financées par un échange d'actions.

part, si la transaction est financée au moyen d'un prêt consenti au ménage, M3 ne sera pas influencé, mais la composition de ses contreparties s'en trouvera modifiée<sup>2</sup>.

Réciproquement, si une entité étrangère acquiert un titre émis par le secteur détenteur de monnaie de la zone euro et finance cette opération en transférant des fonds du compte bancaire qu'elle détient auprès d'une IFM de la zone euro vers le compte bancaire de l'entité résidente, M3 augmentera dans le contexte d'une hausse des créances nettes du secteur des IFM de la zone euro sur les non-résidents.

La « présentation monétaire de la balance des paiements » constitue un outil précieux afin d'examiner les facteurs sous-jacents des évolutions de la position créditrice nette des IFM vis-à-vis des non-résidents. Ce dispositif établit un lien entre les statistiques de la balance des paiements et celles du bilan des IFM et permet de déterminer si les flux de capitaux qui sous-tendent les évolutions de la position créditrice nette vis-à-vis des non-résidents sont le fait des détenteurs de monnaie de la zone euro ou de non-résidents et s'ils découlent de l'échange de biens et services ou d'investissements directs ou de portefeuille.

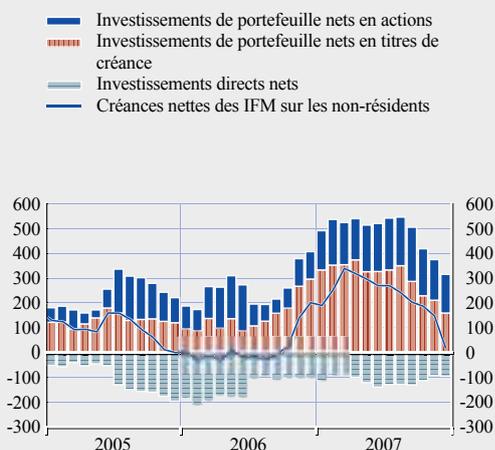
### Explication des évolutions des créances nettes des IFM sur les non-résidents depuis la fin 2006

La présentation monétaire de la balance des paiements fait apparaître que le mouvement haussier des créances nettes des IFM sur les non-résidents enregistré entre fin 2006 et le printemps 2007 résulte essentiellement des investissements de portefeuille en actifs de la zone euro, et plus précisément en titres de créance, ainsi qu'en actions (cf. graphique B)<sup>3</sup>.

- 2 À souligner que certaines transactions qui affectent les créances nettes des IFM sur les non-résidents n'exercent aucune influence sur la monnaie ou les crédits. Ainsi, un établissement de crédit qui vend des obligations émises par un État de la zone euro à un non-résident entraînera les créances nettes des IFM sur les non-résidents à la hausse et les crédits accordés aux administrations publiques à la baisse, sans pour autant influencer M3.
- 3 Pour de plus amples informations concernant la présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro, cf. l'encadré intitulé *Présentation monétaire de la balance des paiements de la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de juin 2003.

#### Graphique B Composition des flux de capitaux du secteur détenteur de monnaie et créances nettes des IFM sur les non-résidents

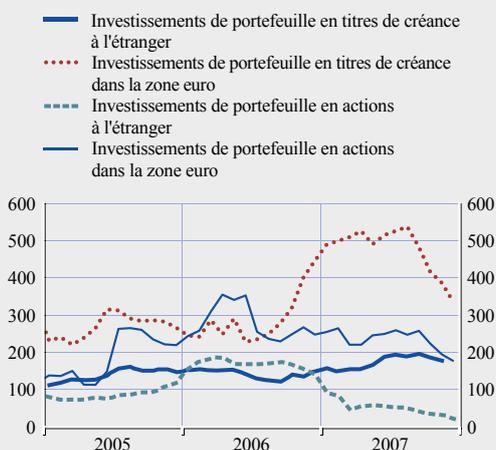
(flux annuels en milliards d'euros)



Source : BCE

#### Graphique C Composition des flux d'investissements de portefeuille

(flux annuels en milliards d'euros)



Source : BCE

## Titres de créance

Il ressort de l'examen de l'origine des flux de capitaux que la croissance du flux annuel de créances nettes des IFM sur les non-résidents a principalement découlé d'investissements accrus des étrangers dans la zone euro, plutôt que d'un rapatriement de fonds de l'étranger. Les investissements de portefeuille des investisseurs étrangers dans les titres de créance de la zone euro ont été considérables depuis la mi-2006 ; les flux annuels ont atteint un nouveau record en avril 2007 et se sont maintenus à un niveau élevé jusqu'au troisième trimestre de 2007 (cf. graphique C). Cette situation peut traduire la présence d'un environnement favorable à l'investissement dans la zone euro pour les intervenants de marché étrangers, caractérisé par une faible volatilité et une ample liquidité sur les marchés financiers. Dans le contexte d'un recul de l'émission nette de titres de créance par les administrations publiques, les ventes, par les IFM, de titres publics ont largement compensé la vive demande de titres de créance de la zone euro par des non-résidents.

Au second semestre de l'année, compte tenu des turbulences sur les marchés financiers et de la réévaluation des risques, certains investissements peuvent avoir cessé d'être attractifs. Il est également possible que les investisseurs non résidents aient eu besoin de liquidités pour financer d'autres opérations et n'aient dès lors pas accru leurs investissements dans la zone euro. Parallèlement, des opportunités d'investissement favorables dans le reste du monde ont attiré les investissements de résidents de la zone euro. En a témoigné la hausse progressive du flux annuel d'investissements de portefeuille des résidents de la zone euro en titres de créance étrangers. Ce type d'investissements a pu séduire davantage dans le contexte de l'appréciation du taux de change de l'euro. Étant donné que les investissements étrangers en titres de créance dans la zone euro sont demeurés majoritairement inchangés jusqu'en août 2007 et ont nettement reculé depuis lors et que les investissements des résidents de la zone euro à l'étranger sont globalement restés stables, le flux annuel de créances nettes des IFM sur les non-résidents s'est modéré dans la seconde moitié de l'année.

## Investissements en actions et investissements directs étrangers

S'agissant des investissements de portefeuille en actions, tandis que les investissements à l'étranger des non-IFM résidents ont continuellement reculé, les investissements étrangers dans la zone euro sont demeurés relativement stables, même s'ils ont été nettement inférieurs aux investissements en titres de créance et ont légèrement baissé vers la fin de l'année. Des informations qualitatives portant sur la fin de l'année 2006 et le début de l'année 2007 ont fait apparaître que l'ensemble des investisseurs ont porté un regard favorable sur les marchés boursiers de la zone euro et se sont montrés optimistes quant aux bénéfices des entreprises de la zone euro. Si, s'agissant de la position créditrice nette des IFM, les investissements de portefeuille nets en actions ont généré des entrées annuelles supérieures jusqu'à la mi-2007, celles-ci ont été compensées par l'incidence modératrice des investissements directs nets. Cependant, ce mouvement s'est quelque peu inversé au quatrième trimestre de 2007, lorsque les entrées annuelles des investissements de portefeuille nets en actions ont quelque peu reculé mais ont été contrebalancés par des sorties nettes inférieures au titre des investissements directs.

Outre les mouvements prononcés des créances nettes des IFM sur les non-résidents enregistrés depuis fin 2006, des variations aussi prononcées ont affecté la position créditrice (et la position débitrice) brute du secteur des IFM de la zone euro. Cette situation marque une rupture avec le renforcement relativement progressif qui avait été observé précédemment (cf. graphique D).

L'expansion simultanée de ces positions brutes en 2007 a principalement découlé d'une progression rapide des crédits octroyés par les IFM au reste du monde, qui a entraîné à la hausse les engagements résultant des dépôts constitués par des non-résidents auprès des IFM de la zone euro.

Cette expansion simultanée des positions créditrice et débitrice brutes vis-à-vis des non-résidents peut traduire une intégration financière accrue. En conséquence, les transactions effectuées à l'intérieur du secteur des IFM, comme le financement de l'endettement d'une IFM établie dans un pays de la zone euro par une IFM d'un autre pays de la zone euro, pourraient notamment

être davantage concentrées sur un centre financier établi à l'extérieur de la zone euro. Il est également possible que des établissements de crédit résidents, comme les OPC monétaires, opèrent exclusivement au profit de leurs sociétés mères non résidentes. Si ces établissements perçoivent uniquement leurs fonds du reste du monde et les investissent exclusivement sur le marché national de leur société mère, leurs activités ne se traduiront dans le bilan consolidé du secteur des IFM de la zone euro que dans les avoirs et engagements vis-à-vis des non-résidents.

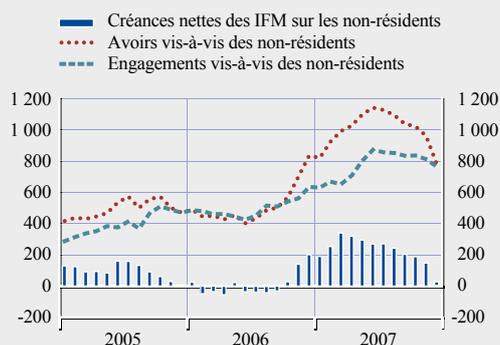
La forte expansion des positions brutes vis-à-vis des non-résidents n'entraîne aucune conséquence immédiate sur les positions nettes. Toutefois, cette situation peut engendrer un transfert rapide de grandes quantités de liquidités, entraînant des variations à court terme de l'ampleur et de la destination des flux des créances nettes des IFM sur les non-résidents. Cette situation induirait à son tour une exposition accrue des évolutions monétaires de la zone euro aux facteurs extérieurs.

### Conclusion

La position créditrice nette du secteur des IFM de la zone euro vis-à-vis des non-résidents a fortement fluctué depuis fin 2006, des entrées annuelles nettes supérieures à celles enregistrées pendant la période de réaménagements de portefeuille entre 2001 et 2003 ayant été enregistrées en mars 2007. Les variations de la position créditrice nette observées jusqu'au printemps 2007 ont eu une incidence visible sur la croissance de M3, d'un point de vue comptable à tout le moins. Les transactions entre le secteur détenteur de monnaie de la zone euro et le reste du monde pourraient augmenter dans le contexte de l'intégration mondiale des marchés financiers. Eu égard aux divers moteurs et initiateurs de ces transactions, une évaluation détaillée des évolutions des créances nettes sur les non-résidents dans le contexte de l'analyse monétaire de la BCE constituera un défi majeur.

### Graphique D Évolutions des avoirs et des engagements bruts vis-à-vis des non-résidents

(flux annuels en milliards d'euros)



Source : BCE

que le flux annuel de la position créditrice nette des IFM reflète essentiellement des placements en titres de créance de la zone euro par des investisseurs non résidents.

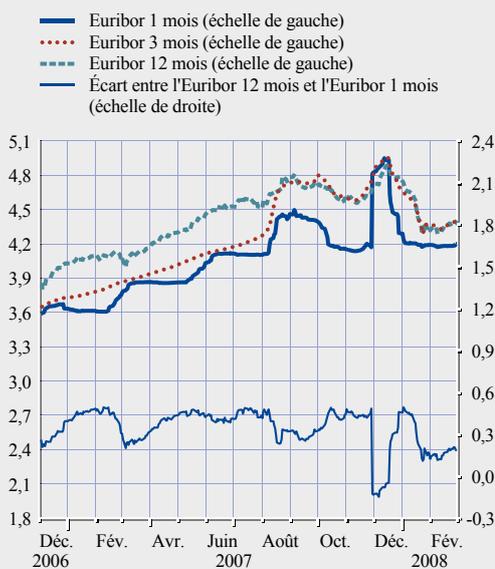
### DES TENSIONS SE SONT FAIT JOUR SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE À LA SUITE DES TURBULENCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

En 2007, les taux du marché monétaire se sont inscrits en hausse pour toutes les échéances. Au premier semestre, cette progression était conforme aux relèvements des taux directeurs de la BCE. De nouvelles sensibles augmentations des taux du marché monétaire en blanc ont été observées au second semestre, à la suite des turbulences qui ont secoué les marchés monétaire et financiers. Les écarts entre les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc se sont creusés sur toutes les échéances sauf sur le très court terme. Ces écarts, même s'ils se sont resserrés, atteignaient toujours des niveaux élevés début 2008.

Le Conseil des gouverneurs a relevé les taux directeurs de la BCE de 25 points de base en mars et juin 2007, le taux de la facilité de prêt marginal, le taux de soumission minimal et le taux de la facilité de dépôt atteignant respectivement 5, 4 et 3 % (cf. graphique 1). Les taux directeurs de la BCE sont ensuite demeurés inchangés pendant le reste de l'année sous revue et au début de 2008. Après avoir grimpé constamment au premier semestre de l'année, conformément aux anticipations de nouvelles hausses des taux directeurs de la BCE, les taux du marché monétaire en blanc ont fortement augmenté à partir du 9 août, en raison des tensions qui ont régné sur les marchés monétaire et financiers à la suite des inquiétudes relatives à l'exposition des banques aux pertes causées par les crédits hypothécaires à risque aux États-Unis et les produits structurés complexes (cf. graphique 10). Ces taux ont atteint des sommets mi-décembre, lorsque les tensions sous-jacentes sur le marché interbancaire ont été exacerbées par les incertitudes liées à la fin de l'année. Le 29 février 2008, les taux Euribor à un, trois et douze mois s'établissaient à respectivement 4,2, 4,38 et 4,38 %, soit 57, 66 et

**Graphique 10 Taux d'intérêt du marché monétaire**

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Sources : BCE et Reuters

35 points de base au-delà des niveaux observés le 2 janvier 2007. Par contre, les taux des prêts interbancaires garantis se sont progressivement repliés à partir de début août, reflétant une révision à la baisse des anticipations du marché quant à l'orientation future des taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Les taux d'intérêt du marché monétaire en blanc ayant substantiellement augmenté, l'écart correspondant entre les taux des prêts interbancaires garantis et en blanc s'est considérablement élargi, en particulier sur les échéances à un mois et plus (cf. graphique 11). Ces écarts se sont maintenus à des niveaux élevés durant les derniers mois de l'année, l'écart entre l'Euribor à trois mois et l'Eurepo à trois mois (un indice représentatif des prises en pension du secteur privé) atteignant un pic de 93 points de base le 17 décembre à la suite des tensions particulières observées en fin d'année. Même si cet écart s'est ensuite resserré, revenant à 43 points de base le 29 février 2008, il est demeuré élevé au regard d'un niveau moyen de 7 points de base environ au premier semestre 2007.

### Graphique 11 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)



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 présenté une certaine volatilité dans le courant de 2007, étant donné que cet écart a fluctué entre -15 et 50 points de base. Le 29 février 2008, ce dernier atteignait 18 points de base, contre 40 le 2 janvier 2007 (cf. graphique 10). Il convient toutefois d'interpréter la pente de la courbe des rendements du marché monétaire avec prudence, dans la mesure où les écarts entre les

taux Euribor des opérations en blanc et les taux des opérations avec remise de garanties (comme les taux Eurepo) ont été exceptionnellement importants au regard du passé au second semestre de l'année sous revue pour les maturités au-delà du très court terme à la suite des turbulences qui ont secoué les marchés monétaires à partir d'août 2007.

Les taux implicites tirés des contrats à terme Euribor à trois mois échéant en 2008 ont augmenté en 2007. Cette hausse doit néanmoins elle aussi être interprétée avec prudence, compte tenu des sensibles montées des taux Euribor observées dans le contexte des tensions sur le marché monétaire, lesquelles sont susceptibles de brouiller l'habituel contenu en information véhiculé par ces taux en ce qui concerne les anticipations de taux d'intérêt. Le 29 février 2008, les taux d'intérêt implicites tirés des contrats à terme à trois mois échéant en mars, juin et septembre 2008 s'établissaient à respectivement 4,36, 4,05 et 3,71 %, soit respectivement 33 et 6 points de base au-delà et 27 points de base en deçà des niveaux observés le 2 janvier 2007.

Au premier semestre 2007, la volatilité implicite tirée du prix des options sur les contrats à terme Euribor à trois mois a diminué. Elle a toutefois fortement augmenté à partir d'août, à mesure que les tensions se répandaient sur les marchés monétaire et financiers (cf. encadré 2).

#### Encadré 2

##### LA VOLATILITÉ DES TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE EN 2007

Afin d'apprécier les évolutions du marché monétaire en 2007, il importe d'analyser non seulement le niveau des taux d'intérêt (cf. le corps du texte), mais également leur volatilité, en s'attachant en particulier : (a) à évaluer l'incidence des décisions de politique monétaire sur les marchés monétaires et (b) à analyser la qualité du fonctionnement du marché, s'agissant notamment de la transmission des signaux de politique monétaire de la partie courte à la partie longue de la courbe des taux d'intérêt.

En ce qui concerne le premier point, les banques centrales tendent à faire en sorte que leurs mesures de politique monétaire et leur communication n'alimentent pas inutilement un climat d'incertitude (en ajoutant du « bruit » à l'économie par exemple), qui se traduirait, dans la majorité des cas, par un renforcement de la volatilité sur les marchés.

S'agissant du second point, l'analyse de la volatilité fournit des informations sur la microstructure des marchés monétaires et l'efficacité de leur fonctionnement<sup>1</sup>. Par exemple, en comparant la volatilité des taux d'intérêt à des échéances spécifiques avec le niveau moyen de volatilité sur l'ensemble des échéances, la banque centrale peut déceler des mouvements atypiques sur certains segments du marché monétaire qui, à leur tour, peuvent être liés à des imperfections de la structure du marché et sont de nature à affecter la transmission efficace de l'impulsion de la politique monétaire.

Dans ce contexte, une analyse de la volatilité des taux d'intérêt du marché monétaire au cours de l'année 2007 pourrait contribuer à mettre en lumière l'incidence des turbulences financières qui se sont déclenchées en août 2007. Le présent encadré se concentre sur les évolutions du segment non garanti du marché interbancaire (à savoir les opérations en blanc) qui fut le plus touché par ces turbulences. Il considère les mesures de la volatilité tirées du taux d'intérêt au jour le jour, des taux des dépôts interbancaires à un, trois, six et douze mois ainsi que du taux Euribor à trois mois (pour lequel existe une gamme de contrats dérivés)<sup>2</sup>.

### **L'évolution de la volatilité des taux d'intérêt du marché monétaire en 2007**

Le graphique A présente l'évolution de la volatilité historique réalisée du taux d'intérêt au jour le jour en 2007. Entre janvier et mi-juillet, la volatilité réalisée fut relativement faible et proche de celle enregistrée ces dernières années. Elle a affiché une évolution habituelle de hausses périodiques se limitant à des périodes spécifiques, à savoir les jours compris entre la dernière opération principale de refinancement et le dernier jour de la période de constitution de réserves.

À la suite de la hausse de la volatilité sur la plupart des marchés de capitaux vers la fin juillet, des tensions croissantes se sont fait jour sur le marché monétaire au début du mois d'août, en raison de l'incertitude accrue liée à des pertes potentiellement importantes essuyées par des banques sur leurs investissements sur les marchés des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis ainsi qu'en instruments y afférents. Cette évolution a entraîné une augmentation de la demande de liquidité au jour le jour ainsi qu'une élévation sensible du niveau de volatilité. Cette dernière s'est maintenue à un niveau très élevé jusqu'en octobre, lorsque la situation s'est quelque peu stabilisée, en raison notamment de l'efficacité de la politique de liquidité menée par la BCE afin de soulager les tensions affectant le marché monétaire. Toutefois, ces tensions sont réapparues après la mi-novembre. La volatilité du taux d'intérêt au jour le jour a de nouveau atteint un niveau inhabituellement élevé, surtout vers la fin de l'année, dans un contexte d'inquiétude des marchés quant à un possible déficit de liquidité au tournant de l'année.

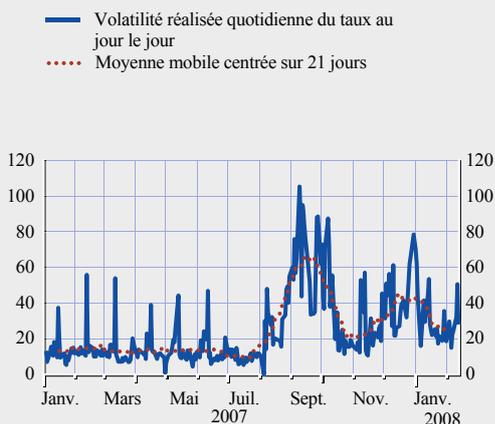
Le profil est largement comparable si l'on considère les taux à plus long terme – à savoir les taux d'intérêt des dépôts à un, trois ou douze mois (cf. graphique B). Des différences importantes

1 Une question est donc de savoir comment mesurer la volatilité des taux d'intérêt et des rendements financiers. Celle-ci est examinée dans l'article intitulé *Analyse du marché monétaire de la zone euro du point de vue de la politique monétaire* du *Bulletin mensuel* de la BCE de février 2008.

2 Les deux mesures de la volatilité présentées dans cet encadré, à savoir la volatilité historique réalisée et la volatilité implicite, sont examinées en détail dans l'encadré intitulé *La mesure de la volatilité sur le marché monétaire* dans l'article cité en note de bas de page n° 1.

### Graphique A Volatilité réalisée quotidienne du taux d'intérêt au jour le jour

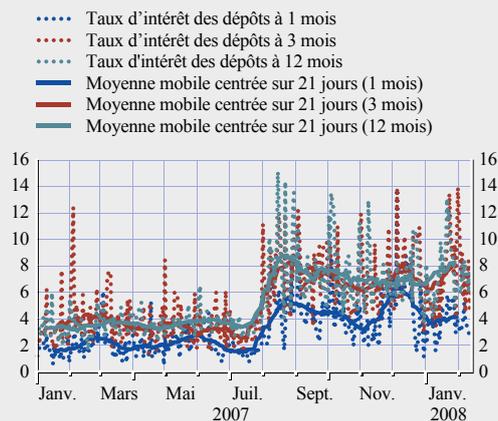
(points de base)



Sources : Reuters et estimations de la BCE

### Graphique B Volatilité réalisée quotidienne des taux d'intérêt des dépôts à plus long terme

(points de base)



Sources : Reuters et estimations de la BCE

apparaissent toutefois, ceux à plus long terme ayant tendance à réagir plus vivement aux turbulences survenues en août.

### Comment expliquer l'accroissement de la volatilité en août 2007 ?

Il est apparu clairement entre la fin juin et le début août que plusieurs institutions financières européennes avaient subi des pertes substantielles liées à leurs activités sur les marchés des prêts hypothécaires à risque américains. Alors que les craintes relatives à l'exposition aux défaillances des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis se sont multipliées, la capacité des conduits d'émission de se refinancer a diminué et la demande de liquidité émanant de banques devant fournir du crédit à ces conduits s'est accrue. Ces phénomènes ont même été renforcés par la difficulté d'évaluer ces produits financiers. Compte tenu de cet accroissement de la demande de liquidité, conjugué à une perte de confiance de la part des contreparties, un grand nombre de banques ont eu tendance à stocker de la liquidité, ce qui a entraîné une baisse significative de celle-ci sur l'ensemble du marché. Les taux d'intérêt du marché monétaire ont augmenté sensiblement, notamment sur le segment au jour le jour, où le taux d'intérêt était, sur une base intrajournalière, de près de 70 points de base supérieur au taux de soumission minimal.

Le 9 août, face à la forte demande de liquidité sur le marché au jour le jour, qui a également provoqué une hausse substantielle des taux d'intérêt de marché à très court terme, l'Eurosystème a injecté un montant considérable de liquidité sur le marché par le biais d'une opération de refinancement au jour le jour. Compte tenu de la persistance des tensions sur le marché monétaire, des hausses de taux d'intérêt ont été observées sur les segments à plus long terme du marché monétaire en blanc (à savoir sur les prêts interbancaires non garantis par la mise en gage de titres), entraînant des écarts par rapport aux segments garantis jusqu'à cinq fois supérieurs à la moyenne historique. En vue de faciliter une meilleure distribution de la liquidité entre les banques, l'Eurosystème a mené plusieurs formes d'opérations d'apport de liquidité au second semestre de l'année. Ces mesures, couplées à une politique de communication active, ont contribué à un meilleur fonctionnement du marché, du moins à court terme, et ont permis

d'apaiser les banques en leur assurant que leur besoin de refinancement serait satisfait. Le niveau de volatilité sur le marché garanti a ainsi quelque peu diminué pour plusieurs échéances.

### Comparaison des évolutions des volatilités réalisée et implicite

La volatilité implicite<sup>2</sup> est calculée sur la base d'options fondées sur des anticipations prospectives, fournissant ainsi certaines indications sur la volatilité pour l'horizon couvert par les contrats (trois mois pour les contrats à terme Euribor standard). En revanche, la volatilité réalisée reflète l'incertitude perçue prévalant sur le marché.

Bien que les profils des deux mesures de la volatilité soient globalement similaires, les évolutions de la volatilité implicite sont plus prononcées que ceux de la volatilité réalisée, calculée sur la base du taux d'intérêt des dépôts à trois mois. Considérant le graphique C, la volatilité implicite a commencé à s'accroître mi-juillet, s'est renforcée encore davantage début août avant de connaître d'importantes fluctuations. Un mouvement similaire a été observé pour la volatilité réalisée calculée sur la base des taux d'intérêt des dépôts à trois mois, bien que celui-ci a été plus graduel et globalement plus contenu, y compris en août (qui fut le mois le plus critique sur le marché monétaire en euro).

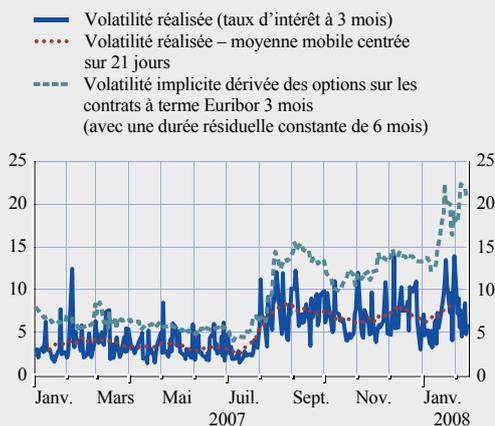
Ces évolutions des deux mesures de la volatilité reflètent principalement la nature de chacune d'entre elles. Alors que la hausse de la volatilité réalisée du taux d'intérêt à trois mois traduit les tensions perçues sur le segment non garanti à trois mois du marché monétaire, la volatilité implicite tient également compte de l'incertitude quant à l'incidence future des tensions nées de l'annonce par certaines banques européennes de leur exposition à des produits titrisés liés au marché des prêts hypothécaires à risque. En particulier, les tensions persistantes sur le marché monétaire ont rendu plus incertaine l'évolution future de l'environnement financier et macroéconomique, qui est mesurée par la volatilité implicite et non par la volatilité réalisée.

À la suite des niveaux exceptionnellement élevés observés avant début septembre, la mesure de la volatilité réalisée a légèrement diminué durant ce mois, sans doute sous l'effet de la politique de liquidité généreuse menée depuis mi-août. Parallèlement, la volatilité implicite s'est maintenue à un niveau élevé étant donné qu'elle a sans doute été affectée par les tensions plus prononcées sur le segment en blanc du marché, et plus particulièrement à l'horizon de trois mois, bien qu'elle ait affiché une tendance baissière en septembre.

Nonobstant les reculs susmentionnés, les deux mesures se sont globalement stabilisées par la suite, mais à des niveaux supérieurs à ceux prévalant avant le déclenchement des turbulences

### Graphique C Volatilité réalisée et volatilité implicite des taux d'intérêt du marché monétaire à 3 mois

(points de base)



Sources : Reuters et estimations de la BCE

3 La volatilité implicite considérée dans cet encadré est tirée des options sur les contrats à terme à trois mois avec une durée résiduelle constante de six mois.

en août, indiquant qu'il faudra sans doute du temps avant que les conditions de marché ne se stabilisent à nouveau.

### FLUCTUATIONS IMPORTANTES SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES MONDIAUX EN 2007

Les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro se sont établis à 4,4 % à la fin de 2007, soit environ 40 points de base de plus que les niveaux atteints un an auparavant (cf. graphique 12). Néanmoins, cette hausse globale relativement limitée des rendements masque des fluctuations assez prononcées au cours de l'année. En particulier, les turbulences financières résultant des problèmes dans le secteur immobilier américain ont entraîné une volatilité accrue sur les marchés obligataires mondiaux durant la fin de 2007. De légères hausses des rendements effectifs offerts sur les obligations à dix ans indexées sur l'inflation et sur les points morts d'inflation à long terme correspondants sont à l'origine de la variation globale limitée des rendements obligataires nominaux à long terme dans la zone euro. Le rendement des obligations indexées sur l'inflation arrivant à échéance en 2015 – une mesure des taux d'intérêt réels à long terme – a atteint 2 % à la fin de 2007, soit un niveau supérieur de quelque 20 points de base à

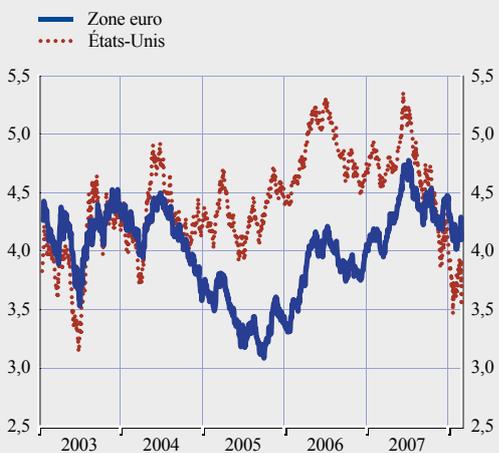
celui de la fin de 2006. Le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans, qui mesure les anticipations d'inflation à long terme des intervenants de marché et les primes de risque qui y sont liées, a augmenté de 20 points de base en 2007 et a terminé l'année à un niveau proche de 2,4 %.

Au premier semestre de 2007, les rendements des emprunts publics à long terme se sont inscrits en nette hausse des deux côtés de l'Atlantique. Dans la zone euro, les rendements obligataires à dix ans ont augmenté d'un maximum de 70 points de base environ entre fin décembre 2006 et début juillet 2007, tandis que les rendements obligataires à dix ans aux États-Unis ont grimpé, à la mi-juin, à un niveau dépassant de quelque 60 points de base celui atteint à la fin de 2006. Le redressement des taux d'intérêt à long terme de la zone euro a reflété les attentes des marchés quant à une croissance économique vigoureuse. Cette évaluation était cohérente avec la publication de données relatives à la situation macroéconomique et à la confiance des entreprises, qui, en moyenne, ont été meilleures que prévu. L'appréciation progressive des rendements obligataires de la zone euro a été brièvement interrompue à deux reprises durant les six premiers mois de 2007. Tout d'abord, les rendements obligataires à long terme se sont repliés fin février et début mars, à la suite d'un recul marqué de l'appétence pour le risque et des arbitrages de portefeuille qui en ont résulté au détriment des marchés boursiers et en faveur des marchés obligataires. Ensuite, au début de juin, les rendements obligataires à long terme ont sensiblement progressé, reflétant les cessions importantes qui ont d'abord concerné les marchés obligataires américains.

Globalement, le redressement relativement marqué des rendements obligataires nominaux de la zone euro au premier semestre de 2007 a principalement résulté d'une progression de la composante des taux d'intérêt réels.

**Graphique 12 Rendements des emprunts publics à long terme <sup>1)</sup>**

(en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



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

Dans le même temps, les anticipations d'inflation à long terme des intervenants de marché dans la zone euro et les primes de risque qui y sont liées n'ont augmenté que marginalement. Par exemple, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans a progressé de 10 points de base au premier semestre de 2007, s'établissant à 2,3 % à la fin de juin (cf. graphique 13).

Durant les mois d'été 2007, les préoccupations relatives à la situation du marché immobilier américain ont commencé à s'amplifier. En particulier, il est devenu évident que les emprunteurs présentant la solvabilité la plus faible rencontraient des problèmes pour rembourser les « emprunts hypothécaires à risque », qui avaient été contractés durant la période de taux d'intérêt très faibles observée entre 2002 et 2004. Les investisseurs ont d'abord estimé que les difficultés seraient limitées aux États-Unis et que seul un ensemble assez réduit d'actifs seraient touchés. À la fin de juillet, ce scénario relativement favorable a été profondément remis en cause lorsqu'il est apparu clairement que les établissements financiers européens étaient également sérieusement exposés sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque.

Dans certains cas limités, les pertes résultant de telles expositions ont même menacé la santé financière des établissements concernés. La révélation de tels risques importants a provoqué une propagation des turbulences sur les marchés financiers, avec une progression généralisée de l'aversion pour le risque, entraînant des mouvements de fuite sur les valeurs sûres, par exemple en faveur des obligations d'État et au détriment d'actifs plus risqués.

À la suite des turbulences, le rendement des emprunts publics à dix ans de la zone euro a reculé globalement, vers la fin de l'année, de 30 points de base par rapport à début juillet, influencé principalement par des rendements réels à la baisse. Le repli des rendements obligataires américains a été nettement plus marqué, le rendement à dix ans ayant atteint à la fin de l'année un niveau inférieur de quelque 130 points de base par rapport à son pic de la mi-juin. La baisse plus prononcée des rendements américains semble refléter des perspectives de croissance plus faibles pour l'économie américaine aux yeux des investisseurs, ainsi que la décision du FOMC de réduire les taux d'intérêt les 18 septembre, 31 octobre et 11 décembre.

Globalement, les perturbations récentes ont suivi une période assez longue d'accalmie sur les marchés. Les conditions de marché relativement tranquilles qui ont précédé les turbulences ont probablement incité de nombreux intervenants de marché à prendre des décisions d'investissement sur la base d'évaluations de risques qui se sont avérées trop optimistes. L'encadré 3 met en évidence les principales similitudes et différences entre les épisodes de turbulences en 2007 et en 1998.

Le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans a enregistré une nouvelle hausse de 10 points de base durant les six derniers mois de 2007, s'établissant à 2,4 % à la fin de l'année. La progression globale des points morts d'inflation en 2007 pourrait être liée à la détérioration des perspectives d'inflation à court terme, lesquelles ont en particulier résulté de l'augmentation des prix pétroliers et alimentaires. Il n'apparaît toutefois

**Graphique 13 Points morts d'inflation au comptant et anticipés de la zone euro**

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



Sources : Reuters et calculs de la BCE

pas clairement dans quelle mesure la hausse globale de cet indicateur reflète des changements dans les anticipations d'inflation à long terme des intervenants de marché et des variations dans les primes de risque qui y sont liées.

La perception par les intervenants de marché de l'incertitude sur les marchés obligataires dans la zone euro, mesurée par la volatilité implicite, est restée stable durant les six premiers mois de l'année. Cela a reflété des anticipations de la persistance d'un environnement favorable tant dans la zone euro que dans l'économie internationale. Cette évaluation favorable des investisseurs s'est modifiée à la suite des turbulences, ce qui a entraîné une augmentation de la volatilité implicite du marché obligataire entre juin et août. Par la suite, la volatilité implicite dans la zone euro est restée pour ainsi dire inchangée à ces niveaux quelque peu élevés.

Durant les deux premiers mois de 2008, les rendements obligataires à long terme dans la zone euro ont reculé de quelque 30 points de base, s'établissant à 4,1 % le 29 février. Des baisses similaires des rendements effectifs offerts sur les obligations indexées sur l'inflation suggèrent que les intervenants de marché sont devenus légèrement plus pessimistes au début de 2008 en ce qui concerne les perspectives relatives à l'activité économique dans la zone euro.

#### LES COURS DES MARCHÉS BOURSIERS DE LA ZONE EURO ONT PROGRESSÉ DANS UN ENVIRONNEMENT DE VOLATILITÉ ÉLEVÉE EN 2007

Malgré une volatilité élevée durant l'année, les cours des marchés boursiers dans la zone euro ont globalement progressé en 2007, poursuivant ainsi la tendance à la hausse observée depuis le début de 2003 (cf. graphique 14). Globalement, l'indice Dow Jones EuroStoxx a clôturé l'année sur un gain de 5 % par rapport à la fin de 2006. Les marchés boursiers aux États-Unis ont également terminé 2007 sur une note positive, l'indice Standard & Poor's 500 ayant progressé de 3,5 %, alors que les cours boursiers japonais, mesurés par l'indice Nikkei 225, ont reculé de 11 % environ. À l'instar des évolutions sur les marchés obligataires, les fluctuations des cours boursiers de la zone euro ont été particulièrement

Graphique 14 Principaux indices boursiers <sup>1)</sup>

(indice : 2 janvier 2007 = 100 ; données quotidiennes)



Sources : Reuters Thomson Financial Datastream et calculs de la BCE

1) 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

prononcées durant les mois d'été, lorsque les investisseurs sont devenus réticents à détenir des actifs risqués, comme les actions. Les bonnes performances globales des marchés boursiers de la zone euro ont été principalement imputables à la persistance d'une croissance vigoureuse des bénéfices tant effectifs qu'attendus.

Les cours boursiers ont eu tendance à progresser régulièrement durant les six premiers mois de 2007. Cette tendance à la hausse a été temporairement interrompue à la fin de février et au début de mars lorsque les cours boursiers dans la zone euro, reflétant les mouvements sur la plupart des autres marchés, ont enregistré une correction importante, provoquée en partie par les évolutions sur les marchés chinois. L'indice Dow Jones EuroStoxx a perdu environ 4 % de sa valeur entre le 6 février et le 7 mars. Ensuite, les marchés ont affiché une reprise, alimentée en partie par un appétit accru pour le risque, par des opérations de fusions et acquisitions et par la persistance de l'évolution favorable des bénéfices. L'augmentation, entre janvier et juin, des bénéfices par action des entreprises composant l'indice Dow Jones EuroStoxx à un rythme annuel moyen proche de 17 % prouve la vigueur de la

croissance des bénéfiques. Globalement, les cours boursiers de la zone euro ont atteint, à la fin du mois de juin, un niveau supérieur de 10 % par rapport à ceux atteints à la fin de 2006.

L'optimisme prévalant sur les marchés boursiers mondiaux a pris fin abruptement avec le déclenchement des turbulences financières, entraînant une large réévaluation des risques financiers et de crédit et une aversion accrue pour le risque de la part des investisseurs. Le recul des cours boursiers de la zone euro qui en a résulté semble avoir principalement reflété la forte hausse de la prime de risque sur actions exigée pour détenir des actions de la zone euro, en particulier des actions des entreprises du secteur financier. Dans le même temps, la volatilité implicite du marché boursier s'est considérablement accrue et a atteint des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 2003 (cf. graphique 15). Les ventes sur les marchés d'actions de la zone euro ont été particulièrement importantes en juillet et en août lorsque l'indice Dow Jones EuroStoxx a perdu environ 5 % de sa valeur.

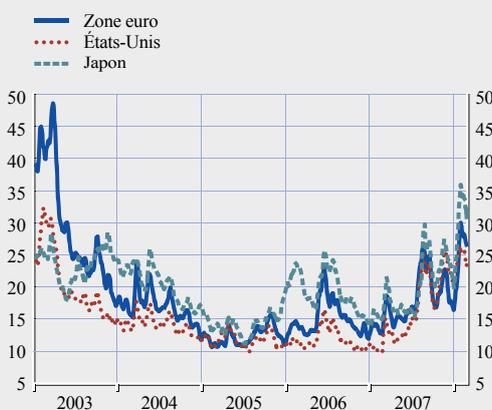
En septembre et au début d'octobre, les cours boursiers de la zone euro ont affiché un redressement similaire à celui observé après la correction passagère à la fin de février et au début de mars. Plus tard dans l'année, entre la mi-octobre et la fin de décembre, l'aversion pour le risque des investisseurs s'est toutefois de nouveau accentuée, après que plusieurs établissements financiers ont révélé qu'ils avaient subi des pertes plus importantes que prévu dans des investissements sur les marchés américains des prêts hypothécaires à risque. Les cours boursiers mondiaux se sont dès lors effondrés – et l'incertitude sur les marchés boursiers, telle qu'elle se reflète dans la volatilité implicite, a de nouveau rebondi pour atteindre des niveaux proches de ceux observés au cours des mois d'été.

Les turbulences sur les marchés financiers ont eu un impact remarquablement limité sur la rentabilité attendue et effective des entreprises de la zone euro. Entre décembre 2006 et décembre 2007, les bénéfices par action des entreprises composant l'indice Dow Jones EuroStoxx ont progressé de 15 %. Dans le même temps, les analystes prévoient une croissance des bénéfices sur base annuelle de 9 % environ pour 2008. Le fait que la rentabilité des entreprises de la zone euro n'a guère été affectée par les turbulences sur les marchés financiers a probablement contribué à freiner le recul général observé au second semestre de 2007.

En ce qui concerne les évolutions dans les différents secteurs, les télécommunications et les services collectifs ont affiché des performances nettement supérieures à l'indice global. Les bonnes performances de ces secteurs étaient probablement imputables aux préférences des investisseurs pour les entreprises présentant des flux de trésorerie relativement réguliers. Pour sa part, le secteur financier a réalisé des performances inférieures à l'indice global. Les mauvaises performances de ce secteur étaient liées aux préoccupations croissantes relatives à sa rentabilité dans le contexte d'une exposition globalement élevée à des actifs directement ou indirectement liés au marché américain des prêts hypothécaires à risque en proie à des difficultés.

### Graphique 15 Volatilité implicite des marchés boursiers

(en pourcentage annuel; moyenne mobile sur 10 jours des données quotidiennes)



Sources : Bloomberg et calculs de la BCE

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.

Au début de 2008, les préoccupations persistantes relatives aux risques de crédit, associées à des perspectives de bénéfices en recul, ont contribué à la correction des cours boursiers. L'indice Dow Jones EuroStoxx et l'indice Standard & Poor's 500 ont reculé de respectivement 14 et 9 % entre la fin de 2007 et le 29 février.

### Encadré 3

#### SIMILARITÉS ET DIFFÉRENCES ENTRE LES ÉPISODES DE PERTURBATIONS FINANCIÈRES EN 2007 ET EN 1998

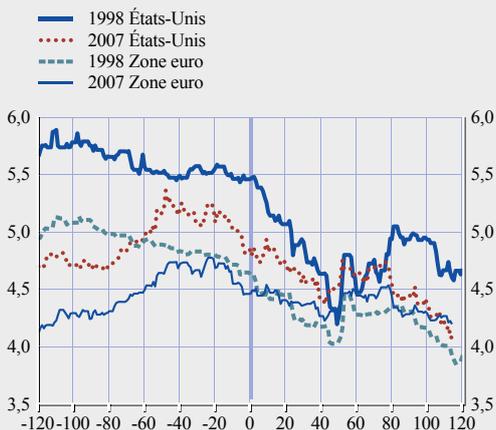
Au second semestre de 2007, les cours sur les marchés financiers mondiaux ont été sérieusement affectés par la réévaluation globale des risques financiers, qui s'est propagée d'un segment spécifique du marché du crédit (actifs garantis par les prêts hypothécaires à risques (*subprime mortgages*) américains) à l'ensemble des marchés du crédit et au système financier en général. La séquence et la nature des événements qui caractérisent les turbulences récentes ressemblent, dans une certaine mesure, à celles des perturbations qui ont été observées sur les marchés financiers au second semestre de 1998 et qui sont généralement appelées « crise LTCM ». Le présent encadré met en évidence les principales similitudes et différences entre ces deux épisodes, en se basant sur les indicateurs des marchés financiers.

Au premier semestre de 1998, la plupart des économies avancées connaissaient des conditions de marché favorables, caractérisées par des cours boursiers à la hausse, des évolutions stables des rendements obligataires à long terme et un rétrécissement des écarts de rendement des obligations du secteur privé. Ces conditions favorables étaient en partie alimentées par la vigueur de la conjoncture macroéconomique (cf. graphiques A et B sur les rendements obligataires et sur les cours boursiers aux États-Unis et dans la zone euro). L'environnement globalement calme sur les marchés financiers internationaux a commencé à se modifier durant l'été 1998. Les changements observés dans les sentiments du marché financier et dans l'appétit pour le risque des investisseurs se sont avérés étroitement liés à deux facteurs essentiels : tout d'abord, les intervenants de marché sont devenus plus pessimistes quant à l'incidence que la contraction des marchés asiatiques émergents observée en 1997 aurait sur l'économie mondiale et deuxièmement, les préoccupations des marchés concernant la soutenabilité de la dette russe ont commencé à s'amplifier. Ces inquiétudes ont culminé le 17 août lorsque la Russie a annoncé une restructuration de sa dette, une dévaluation et un moratoire sur les principaux remboursements privés. Ces annonces ont entraîné des ventes sur les marchés des actions et des obligations d'entreprise internationaux. Les mouvements de fuite vers les valeurs sûres ont entraîné une baisse des rendements des obligations d'État à long terme (cf. graphique A).

La vive réaction des marchés à la défaillance russe a entraîné des inquiétudes croissantes quant à un rationnement mondial du crédit. De nombreux fonds spéculatifs et départements des banques effectuant des transactions pour leur compte propre (*proprietary desks*) ont annoncé des pertes importantes, résultant principalement de l'élargissement des écarts de rendement des obligations du secteur privé et d'autres écarts de rendement liés au risque (*risk spreads*).

### Graphique A Rendements obligataires à long terme aux États-Unis et dans la zone euro en 1998 et 2007

(pourcentages annuels)

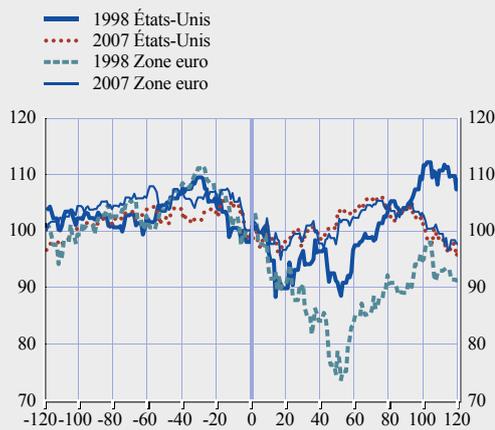


Sources : Reuters et calculs de la BCE

Notes : L'axe des abscisses correspond aux 120 jours ouvrés qui ont précédé et suivi le 17 août 1998 et le 30 juillet 2007 respectivement. La date de 1998 correspond à l'annonce du moratoire russe et celle de 2007 au moment où une banque allemande, IKB, a annoncé des pertes importantes provenant d'entités spécialisées en instruments de placements structurés (SIV) américains.

### Graphique B Cours boursiers aux États-Unis et dans la zone euro en 1998 et 2007

(indice recalculé en base 100 les 17 août 1998 et 30 juillet 2007)



Sources : Reuters et calculs de la BCE

Notes : L'axe des abscisses correspond aux 120 jours ouvrés qui ont précédé et suivi le 17 août 1998 et le 30 juillet 2007 respectivement. La date de 1998 correspond à l'annonce du moratoire russe et celle de 2007 au moment où une banque allemande, IKB, a annoncé des pertes importantes provenant d'entités spécialisées en instruments de placements structurés (SIV) américains.

L'accroissement des écarts a entraîné des appels de marge, ainsi qu'un besoin correspondant de liquidités supplémentaires afin de financer les positions. Début septembre 1998, les problèmes de financement à court terme sont devenus particulièrement préoccupants pour un des principaux fonds spéculatifs – Long-Term Capital Management (LTCM). L'inquiétude devenait générale quant à l'obligation qu'aurait LTCM de dénouer des positions importantes dans un environnement de resserrement déjà considérable de la liquidité, cette situation pouvant à son tour engendrer des risques systémiques majeurs pour l'ensemble du système financier. Néanmoins, plusieurs actions entreprises au cours des quelques semaines suivantes ont contribué à la reprise du fonctionnement normal du marché : tout d'abord, un plan de sauvetage privé pour LTCM a été annoncé le 23 septembre et ensuite, la Réserve fédérale a décidé d'abaisser ses taux directeurs de 100 points de base, en trois étapes. La crise a eu globalement peu d'impact sur l'économie réelle.

Deux similitudes remarquables peuvent être observées entre les épisodes de perturbations financières de 2007 et 1998 : la première concerne l'environnement des marchés financiers avant les turbulences et la seconde le fait que, dans les deux cas, le facteur ayant provoqué les turbulences ne consistait qu'en un choc relativement faible.

En ce qui concerne la première similitude, l'environnement avant les turbulences était, dans les deux cas, caractérisé par de longues périodes de hausses générales des prix des actifs sur la plupart des segments, associées à une faible volatilité sur les marchés financiers. Ces conditions de marché très favorables peuvent avoir conduit certains investisseurs à prendre des décisions d'investissement basées sur des évaluations des risques qui se sont avérées trop optimistes. Par conséquent, ces investisseurs ont probablement accordé trop d'importance à l'expérience

récente, extrapolant des tendances récentes qui allaient à l'encontre des valeurs et des probabilités d'équilibre à long terme.

Ensuite, dans les deux cas, les turbulences financières se sont déclenchées en l'absence de chocs inflationnistes ou économiques majeurs, les deux crises étant, au contraire, provoquées par des chocs d'ampleur relativement faible (ex. défaillances inattendues sur des segments de marché importants sans être excessivement larges) qui ont conduit à une réévaluation globale des risques financiers, entraînant des mouvements de prix extrêmes sur des segments de marché spécifiques (en particulier, le segment du marché du crédit). On ne peut exclure que les vives réactions des marchés aient pu être amplifiées par l'environnement calme sur les marchés, dont il a été question ci-avant, dans lequel les valorisations de certaines classes d'actifs paraissent, tout au moins *ex post*, avoir été un peu élevées d'un point de vue fondamental.

Malgré les similitudes précitées, les évolutions durant les deux crises diffèrent à plusieurs égards. Tout d'abord, les innovations financières de la dernière décennie dans le domaine du transfert des risques de crédit ont considérablement augmenté la difficulté de déterminer les secteurs et les entités spécifiques dans lesquels de tels risques résident en dernier ressort. Bien que l'utilisation accrue de la titrisation, par laquelle des prêts peu liquides sont convertis en instruments liquides, ait élargi les possibilités de diversification des investisseurs, la tarification de ces nouveaux produits est, dans de nombreux cas, extrêmement complexe. L'utilisation croissante de ces instruments et les incertitudes concernant les expositions des contreparties peuvent en partie expliquer les évolutions récentes sur plusieurs segments du marché. Deuxièmement, les turbulences récentes ont principalement affecté les écarts de rendement, ainsi que la liquidité sur le marché du crédit et sur le marché monétaire. En 1998, au contraire, la liquidité s'est également tarie sur les marchés des obligations d'État, étant donné que de nombreuses stratégies d'investissements à risque mises en œuvre durant cette période impliquaient aussi des positions en titres de créance publics.

Troisièmement, les deux graphiques font apparaître un certain découplage dans les réactions des prix des actifs dans la zone euro et aux États-Unis durant les deux crises financières. En 1998, les cours des actions ont chuté plus sensiblement dans la zone euro qu'aux États-Unis. Cette différence dans les performances des cours boursiers était probablement liée à une augmentation des différentiels de croissance économique entre les deux économies. Cela s'est reflété dans le fait que la croissance de la production est restée stable aux États-Unis tout au long de 1998, alors que, dans la zone euro, la croissance du PIB en volume est revenue de 3,8 % sur base annuelle au premier trimestre de 1998 à 2,4 % au quatrième trimestre. En revanche, les rendements obligataires à long terme ont affiché des baisses similaires dans les deux économies. En 2007 également, les différentiels de croissance attendus peuvent avoir contribué aux profils légèrement différents que les prix des actifs ont affichés dans la zone euro et aux États-Unis. Par exemple, le différentiel d'intérêt entre les rendements obligataires à long terme aux États-Unis et dans la zone euro s'est rétréci durant les mois qui ont suivi le déclenchement des turbulences, devenant même négatif pour la première fois depuis le début de 2004. Il semble que, durant la dernière partie de 2007, les intervenants de marché ont jugé l'économie de la zone euro légèrement plus résistante aux turbulences récentes que l'économie américaine. Des attentes correspondantes concernant des réactions de politique monétaire plus marquées aux États-Unis en raison de tels changements dans les prévisions des investisseurs concernant la croissance relative dans les deux économies ont contribué à ce changement de signe dans le différentiel d'intérêt à long terme entre les États-Unis et la zone euro. En même temps, les cours boursiers aux États-Unis et dans la zone euro ont évolué de façon plus ou moins parallèle durant les récentes perturbations, ce qui

suggère qu'un facteur international important a influencé les cours boursiers de part et d'autre de l'Atlantique.

Quatrièmement, les marchés émergents ont beaucoup mieux résisté aux turbulences du marché en 2007 qu'en 1998. L'impact modéré des perturbations de 2007 suggère que les marchés émergents sont devenus plus résistants aux chocs du système financier mondial durant la dernière décennie. Si l'endettement des marchés émergents a joué un rôle central dans les turbulences de 1998, ces marchés n'ont quasiment pas été impliqués dans les perturbations récentes, amortissant même les risques qui en ont résulté pour l'économie mondiale.

### RALENTISSEMENT PROGRESSIF DE LA DYNAMIQUE D'EMPRUNT DES MÉNAGES

La dynamique d'emprunt des ménages s'est ralentie au cours de 2007, reflétant l'effet restrictif de la hausse des taux bancaires débiteurs, l'évaluation plus prudente des risques de crédit de la part des prêteurs et un fléchissement du dynamisme du marché immobilier. Les IFM ont représenté la source principale des emprunts des ménages, le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM aux ménages étant resté vigoureux à 6,2 % en décembre 2007, après avoir atteint 7,2 % à la mi-2007 et 8,2 % à la fin de 2006. Le caractère progressif et continu de ce ralentissement des prêts consentis aux ménages suggère que ce dernier est principalement influencé par des facteurs fondamentaux et que les turbulences sur les marchés financiers n'ont, jusqu'à présent, exercé qu'une incidence limitée sur ces prêts. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages par les non-IFM (par exemple, 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 en 2007.

La ventilation par objet des prêts octroyés par les IFM aux ménages indique que les achats de logements sont restés le moteur principal des prêts. Le taux de croissance annuel des prêts au logement s'est établi à 7,1 % en décembre 2007, contre 9,6 % en décembre 2006 (cf. graphique 16). Ce ralentissement est cohérent avec le fléchissement observé dans la croissance des prix des logements et dans l'activité du 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'au cours de 2007, les banques ont identifié les perspectives du marché immobilier et, de plus en plus, l'évolution de la confiance des consommateurs comme des facteurs ayant contribué au recul de la demande de prêts au logement de la part des ménages. Le ralentissement de la croissance des prêts observé vers la fin de 2007 a sans doute également reflété l'incidence restrictive du durcissement des critères d'octroi des crédits, les banques s'étant montrées davantage préoccupées face aux perspectives du marché immobilier et à la conjoncture économique mondiale.

Graphique 16 Prêts des IFM aux ménages

(variations annuelles en pourcentage)

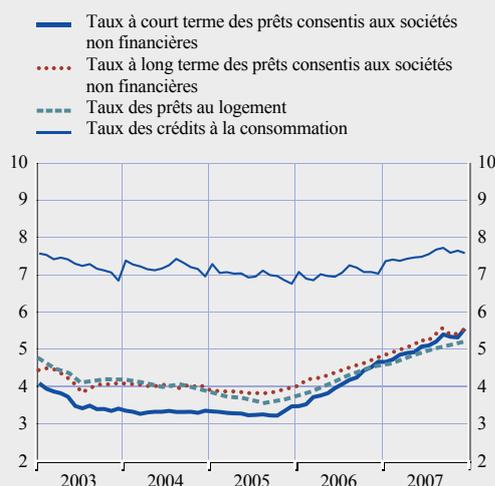
- Ensemble des prêts
- ... Prêts au logement
- - - Crédits à la consommation
- Autres prêts



Source : BCE

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

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



Source : BCE

Notes : Pour la période à compter de décembre 2003, les taux d'intérêt pondérés appliqués par les IFM sont calculés en utilisant les pondérations nationales élaborées à partir d'une moyenne mobile sur douze mois des volumes de contrats nouveaux. Pour la période précédente, de janvier à novembre 2003, ces taux sont calculés en utilisant les pondérations nationales élaborées à partir de la moyenne des volumes des contrats nouveaux en 2003. Pour plus d'informations, cf. l'encadré 3 du *Bulletin mensuel* de la BCE d'août 2004

Le ralentissement du taux de croissance annuel des prêts au logement a également reflété l'incidence restrictive des hausses des taux directeurs de la BCE depuis décembre 2005. Poursuivant la tendance observée en 2006, les taux débiteurs appliqués par les IFM aux prêts au logement ont augmenté de 66 points de base entre décembre 2006 et la fin de décembre 2007 (cf. graphique 17). Les taux ont affiché une hausse plus prononcée dans le cas des prêts au logement à taux variable et dont la période de fixité initiale du taux est inférieure ou égale à un an ou supérieure à dix ans que dans le cas des prêts d'échéances intermédiaires.

À l'instar des prêts au logement, quoique dans une moindre mesure, le taux de croissance annuel des crédits à la consommation est revenu de 7,7 % à la fin de 2006 à 5,3 % en décembre 2007. Le taux de croissance annuel des crédits à la consommation s'est affiché à la baisse, parallèlement au recul de la confiance des consommateurs et au fléchissement

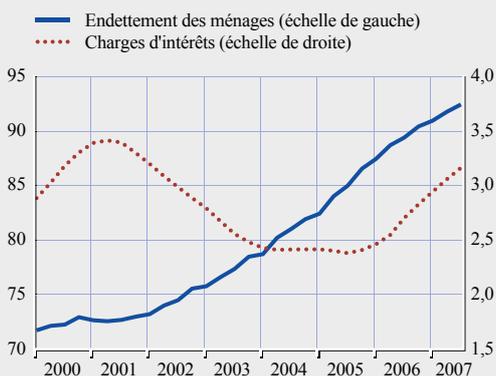
progressif de la croissance des ventes au détail dans la zone euro. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent qu'au cours des trois premiers trimestres de 2007, les critères d'octroi des crédits ont été assouplis sur une base nette, soutenant ainsi la croissance des prêts, tandis qu'au quatrième trimestre, ces critères ont été resserrés dans le contexte des turbulences financières. À cet égard, il convient également de noter que durant l'année, les banques ont fait état de préoccupations croissantes relatives à la solvabilité des consommateurs et aux perspectives économiques mondiales, ce qui pourrait avoir réduit leur activité de prêt. Dans le même temps, les taux d'intérêt appliqués par les IFM aux crédits à la consommation, qui sont restés bien supérieurs en 2007 aux taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement, ont augmenté de 55 points de base entre décembre 2006 et décembre 2007, contribuant donc à ralentir la demande pour ces prêts.

### L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES S'EST AMPLIFIÉ

Malgré le ralentissement du taux de croissance des prêts consentis aux ménages, le rythme de croissance soutenu des emprunts a entraîné une nouvelle augmentation du ratio d'endettement des ménages par rapport au revenu disponible, qui s'est établi à 92,5 % au troisième trimestre (cf. graphique 18), tandis que le ratio d'endettement par rapport au PIB a atteint 60,3 % au cours de ce trimestre, sur la base de données provenant des comptes intégrés de la zone euro. Néanmoins, lorsqu'on le compare à celui des États-Unis ou du Royaume-Uni, le taux d'endettement des ménages de la zone euro demeure relativement modeste. La progression continue de leur endettement a rendu les ménages plus vulnérables aux variations des taux d'intérêt, des revenus et des prix des actifs. Il convient de noter que ce ratio représente un niveau moyen et que le degré d'endettement peut varier considérablement d'un ménage à l'autre dans les différents pays de la zone euro. Des niveaux d'exposition plus élevés s'appliquent, par exemple, dans les cas où les ménages ont profité des conditions de taux d'intérêt exceptionnellement favorables en vigueur les années précédentes et ont contracté des emprunts hypothécaires à taux variables

### Graphique 18 Endettement des ménages et charges d'intérêts

(en pourcentage du revenu disponible brut des ménages)



Source : BCE

avec des paiements d'intérêts initiaux peu élevés. Cet endettement croissant, associé à la hausse des taux bancaires débiteurs appliqués aux ménages, a contribué à l'augmentation de la charge du service de la dette en 2007, mesurée comme le rapport entre les paiements d'intérêts plus le remboursement du principal et le revenu disponible. La charge des paiements d'intérêts s'est encore accrue pour s'établir à 3,2 % au troisième trimestre 2007, contre 2,8 % fin 2006 et bien au-delà des niveaux observés en 2004 et 2005, mais également au-dessous du pic précédent observé en 2001.

### HAUSSE DU COÛT DU FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES EN 2007

En 2007, le coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro a progressivement augmenté, poursuivant ainsi la tendance observée en 2006, tandis que la rentabilité des sociétés est restée forte. Néanmoins, le taux de croissance du financement externe des sociétés non financières est resté très robuste, alimenté par une demande vigoureuse de prêts des IFM, ce qui reflète une augmentation du besoin de financement. Il est dès lors probable que le degré d'endettement du secteur des sociétés non financières ait continué d'augmenter en 2007.

À la suite du relèvement des taux directeurs de la BCE en 2006 et au premier semestre de 2007, le coût réel global du financement externe

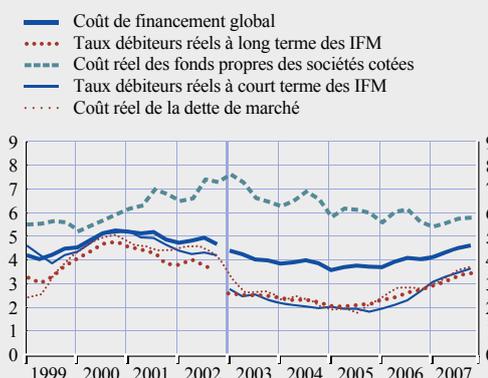
des sociétés non financières de la zone euro a continué de s'accroître en 2007 (cf. graphique 19)<sup>2</sup>. Durant l'ensemble de l'année, cet accroissement a été principalement influencé par des hausses persistantes du coût réel du financement par endettement, bien que le coût du financement par émission d'actions ait également progressé. Au dernier trimestre de 2007, les turbulences sur les marchés du crédit ont contribué à la hausse du coût du financement externe des sociétés, les bailleurs de fonds et autres investisseurs ayant réévalué leurs perceptions du risque de crédit, de sorte que les conditions de financement via le marché sont devenues plus tendues que par le passé.

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

2 Le coût réel du financement externe des sociétés non financières se calcule en pondérant les différentes sources de financement externe sur la base de leurs encours (corrigés des effets de valorisation). Pour une description détaillée de la mesure, cf. l'encadré intitulé Mesure du coût réel du financement externe des sociétés non financières de la zone euro du Bulletin mensuel de la BCE de mars 2005.

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

(en pourcentage annuel)



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

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

augmenté tant en termes réels qu'en termes nominaux dans le courant de 2007 (cf. graphique 19). La hausse des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire – qui a atteint 120 points de base entre la fin de 2006 et de 2007 dans le cas du taux Euribor à trois mois – a été suivie par des augmentations plus réduites des taux débiteurs à court terme appliqués par les IFM aux entreprises emprunteuses. En particulier, les taux appliqués aux prêts assortis d'un taux variable et dont la période de fixité initiale du taux est inférieure ou égale à un an ont progressé d'environ 90 à 100 points de base dans le cas des prêts de faible montant et de montant élevé au cours de la même période. Ces hausses ont probablement aussi reflété les effets que les augmentations antérieures des taux du marché monétaire en 2006 ont exercés sur les taux débiteurs à court terme des IFM, traduisant ainsi largement la transmission décalée observée lors de cycles précédents. Les taux débiteurs à long terme des IFM se sont également inscrits à la hausse durant la même période – entre 60 et 85 points de base. Durant la même période, le rendement des emprunts publics à cinq ans a augmenté de 30 points de base. Dès lors, les écarts entre les taux bancaires débiteurs à long terme et les taux comparables du marché se sont considérablement élargis, particulièrement au second semestre de l'année. L'élargissement des écarts a reflété la hausse des coûts de financement des banques.

Le coût réel du financement par endettement de marché des sociétés non financières s'est également inscrit en nette progression en 2007, poursuivant la tendance entamée en 2006. En décembre 2007, ce coût excédait de quelque 190 points de base le point le plus bas atteint durant l'été 2005. À partir de juin 2007, les hausses de rendements des obligations émises par les entreprises ont été plus marquées que celles des emprunts publics correspondants, de sorte que les écarts se sont creusés en conséquence au second semestre de l'année. Cet élargissement des écarts a probablement reflété les perceptions de risques de crédit et de liquidité accrus parmi les investisseurs au niveau international, ainsi qu'une amplification de la

volatilité des marchés financiers après une longue période d'écarts très réduits<sup>3</sup>.

Le coût réel du financement des sociétés non financières par l'émission d'actions cotées a également augmenté progressivement au cours de 2007, malgré les hausses des cours boursiers (mesurés, par exemple, par l'indice large de la zone euro) au premier semestre de l'année. Au second semestre de 2007, le recul des cours boursiers a contribué à la hausse du coût de financement par émission d'actions. Le calcul de ce coût reposant sur un certain nombre d'hypothèses relatives aux revenus futurs attendus des entreprises, les résultats doivent toutefois être interprétés avec prudence.

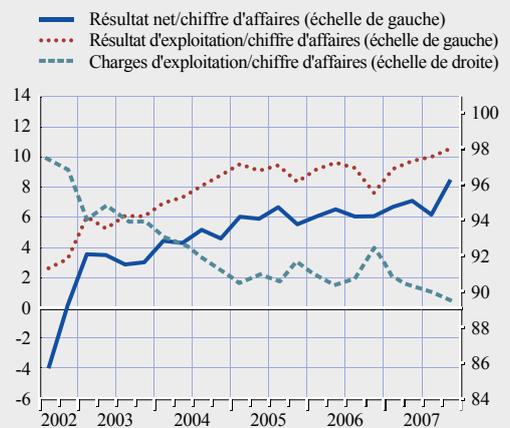
#### NOUVELLE HAUSSE DE LA DEMANDE DE FINANCEMENT EXTERNE PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

La demande de financement externe par les sociétés non financières est restée vigoureuse au cours de 2007, poursuivant la tendance à la hausse observée depuis la fin 2004. Au

3 Cf. l'encadré intitulé La récente réappréciation du risque de crédit du Bulletin mensuel de la BCE d'octobre 2007.

#### 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.

quatrième trimestre, le taux de croissance annuel en volume du financement externe des sociétés non financières s'est établi à 5 %, en hausse par rapport à la moyenne de 4 % enregistrée en 2006. Cette évolution était essentiellement due à l'augmentation de la contribution des prêts consentis par les IFM, la progression de la contribution des titres de créance et des actions cotées ayant été plus limitée (cf. graphique 21).

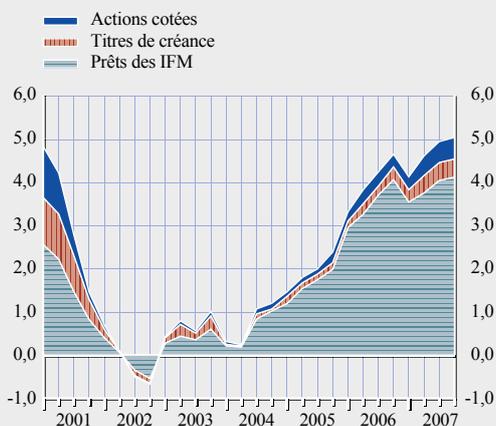
La demande de financement externe est restée très élevée malgré la vigueur des fonds générés en interne. En particulier, les bénéfices se sont maintenus à des niveaux satisfaisants tout au long de 2007, comme le font apparaître les données agrégées au niveau des entreprises tirées des états financiers des sociétés cotées (cf. graphique 20)<sup>4</sup>. Néanmoins, il faut également prendre en considération le fait que, si les prévisions de bénéfices dans la zone euro sont restées élevées durant l'ensemble de l'année, le nombre de révisions à la baisse des prévisions de bénéfices des entreprises cotées de la zone euro a considérablement augmenté au dernier trimestre de 2007.

Le taux de croissance des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières a généralement

continué à augmenter en 2007, poursuivant la progression observée depuis le début de 2004. Ce taux de croissance s'est établi à 14,5 % en décembre 2007 et a atteint à 14,6 % en janvier 2008. Une dynamique aussi vigoureuse de croissance des prêts n'a, en effet, plus été observée depuis l'introduction de l'euro en 1999. Sur la base des données chiffrées, on n'a dès lors observé aucun signe de ralentissement de la croissance des prêts aux sociétés non financières dans le sillage des turbulences récentes sur les marchés du crédit. La vigueur persistante de la croissance des prêts accordés par les IFM dans la zone euro peut partiellement s'expliquer par les deux facteurs suivants. Tout d'abord, selon l'évaluation de la situation par les banques, telle que rapportée dans la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, les besoins de financement liés à l'activité économique réelle – en particulier dans le cadre des stocks, du fonds de roulement et des investissements en capital fixe – continuent à expliquer la hausse persistante de la demande de prêts. Ensuite, la croissance des prêts accordés aux sociétés non financières pourrait également avoir été soutenue par certains arbitrages au détriment du financement de marché, compte tenu des conditions plus difficiles rencontrées sur les marchés de titres de créance des entreprises dans la dernière partie de 2007. En revanche, d'autres facteurs de nature plus financière, tels que des besoins de financement réduits aux fins des opérations de fusions et acquisitions, ou la hausse des taux débiteurs ont probablement contribué à contenir la demande de prêts. À cet égard, les conditions de financement moins favorables auxquelles les banques sont elles-mêmes confrontées ont sans doute également contribué au recul de la demande de prêts, les banques ayant répercuté ces conditions plus strictes sur l'octroi de crédits aux sociétés emprunteuses.

**Graphique 21 Ventilation du taux de croissance annuel en termes réels du financement externe des sociétés non financières<sup>1)</sup>**

(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.

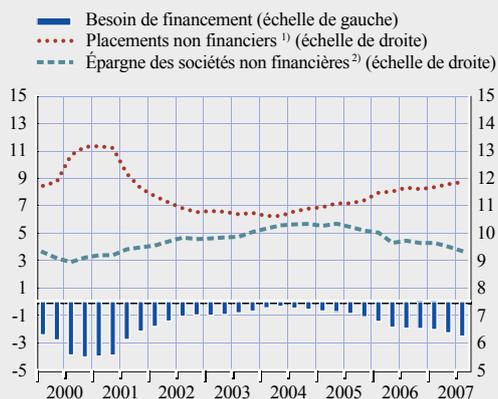
4 Les bonnes performances récentes en matière de bénéfices des entreprises de la zone euro paraissent également avoir quasiment concerné tous les pays de la zone euro. Cf. également l'encadré intitulé Volatilité et dispersion des bénéfices des entreprises au sein de la zone euro du Bulletin mensuel de la BCE d'octobre 2007.

Le financement via le marché – par endettement comme par émission d’actions – s’est également inscrit à la hausse, parallèlement à la progression du financement bancaire des entreprises, quoique dans une moindre mesure. La croissance annuelle des émissions de titres de créance par les sociétés non financières est passée de 4,5 % au début de l’année à 10,1 % en juillet 2007, soit une progression importante, en particulier en comparaison de la hausse relativement modeste des années précédentes. Plus récemment, le taux de croissance annuel des titres de créance émis par les sociétés non financières a affiché une légère baisse. En ce qui concerne les évolutions à court terme sur la base des données corrigées des variations saisonnières, le recul des émissions nettes par les sociétés non financières est devenu beaucoup plus marqué à partir d’août 2007. Ce repli est probablement lié à l’élargissement des écarts de rendement des obligations du secteur privé, à la suite des difficultés sur les marchés du crédit ainsi que du fléchissement des opérations de fusions et acquisitions. Le taux de croissance annuel des émissions d’actions cotées par les sociétés non financières a eu tendance à progresser quelque peu au cours de 2007, mais il est resté modéré. La contribution globalement modeste de l’émission nette d’actions cotées au financement net du secteur des entreprises de la zone euro était probablement due au coût réel des actions, qui est sensiblement plus élevé que celui du financement par endettement, ainsi qu’aux ressources propres largement disponibles. Dans le même temps, les émissions brutes ont légèrement progressé en 2007, soutenues aussi bien par les nouvelles introductions en bourse que par les appels à l’épargne sur le marché secondaire.

L’augmentation globale du financement externe des sociétés non financières peut être imputée à une hausse du besoin (net) de financement – calculé comme la différence entre l’épargne des entreprises et les placements non financiers (cf. graphique 22). Le besoin de financement plus important des sociétés non financières dans la zone euro en 2006 et durant les trois premiers trimestres de 2007 a résulté de la croissance de l’investissement en volume et du tassement de l’épargne des entreprises. Dans un environnement caractérisé

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

(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

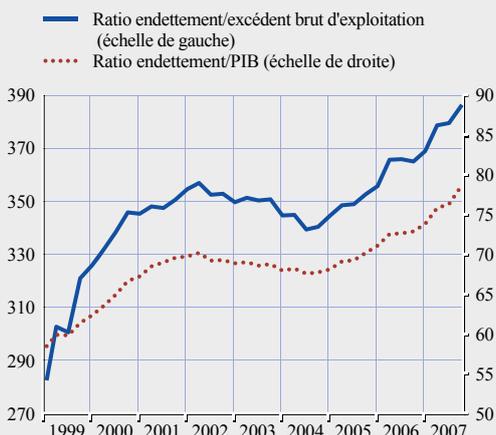
par des bénéfices d’exploitation élevés, le recul de l’épargne des entreprises a essentiellement reflété la hausse des charges d’intérêt mais aussi le fait que les entreprises ont distribué une part plus importante de leurs bénéfices durant cette période.

### 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 substantiel du financement par endettement a entraîné de nouvelles hausses des ratios d’endettement, poursuivant la tendance observée depuis le début de 2005 (cf. graphique 23). À cet égard, les estimations des taux d’endettement rapportés au PIB et à l’excédent brut d’exploitation ont grimpé jusqu’à environ 78 et 386 % respectivement au dernier trimestre de 2007. Après une période de consolidation entre 2002 et 2004, qui avait suivi une hausse significative de l’endettement durant la seconde moitié des années 1990, les ratios d’endettement des sociétés non financières ont affiché une progression continue au cours des trois dernières années. Contrairement à leurs ratios dettes/revenus, l’endettement rapporté à la valeur de marché des sociétés non financières est demeuré stable durant les trois premiers trimestres 2007, après avoir affiché une tendance à la baisse depuis le premier trimestre 2003.

### Graphique 23 Ratios d'endettement des entreprises du secteur privé non financier

(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 2007.

La hausse récente de l'endettement, associée à l'augmentation des taux d'intérêt, a fait progresser significativement la charge d'intérêt nette des sociétés non financières au cours de 2007.

### 2.3 LES ÉVOLUTIONS DE PRIX ET DE COÛTS

L'IPCH global s'est établi à 2,1 % en moyenne en 2007, soit 0,1 point de pourcentage de moins que les deux années précédentes (cf. tableau 1). Cependant, la moyenne de 2007 masque deux mouvements distincts de l'IPCH au cours de l'année : les taux d'inflation annuels sont demeurés globalement stables, en deçà de 2 % jusqu'à la fin de l'été, avant de grimper. En septembre 2007, la hausse des prix à la consommation a légèrement dépassé 2 % pour la première fois depuis août 2006. Elle a ensuite affiché des niveaux élevés, culminant à 3,1 % en novembre et décembre 2007.

Les évolutions de l'IPCH au cours de l'année sous revue ont été largement déterminées par les fortes hausses des prix des produits énergétiques et alimentaires (cf. graphique 24). Les conséquences du renchérissement des produits pétroliers au début de 2007 sur la composante énergétique de l'IPCH ont été atténuées par des effets de base favorables jusqu'en juillet 2007. Ensuite, en raison de la flambée des prix des produits pétroliers et d'effets de base défavorables, cette composante

### Tableau 1 Évolution des prix

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2005	2006	2007	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4	2008 Janv.	2008 Fév.
<b>IPCH et composantes</b>										
Indice global <sup>1)</sup>	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,2
Énergie	10,1	7,7	2,6	1,5	1,1	0,5	0,7	8,1	10,6	.
Produits alimentaires non transformés	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,1	3,3	.
Produits alimentaires transformés	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	5,8	.
Produits manufacturés hors énergie	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,7	.
Services	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	.
<b>Autres indicateurs de prix et de coûts</b>										
Prix à la production <sup>2)</sup>	4,1	5,1	2,8	4,1	2,9	2,4	2,1	4,0	4,9	.
Cours du pétrole (en euros par baril) <sup>3)</sup>	44,6	52,9	52,8	47,3	44,8	51,0	54,2	61,0	62,4	64,0
Cours des matières premières <sup>4)</sup>	9,4	24,8	9,2	23,0	15,7	13,8	6,7	1,6	10,4	15,0

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 Chypre et Malte.

1) L'IPCH pour février 2008 correspond à une estimation rapide d'Eurostat.

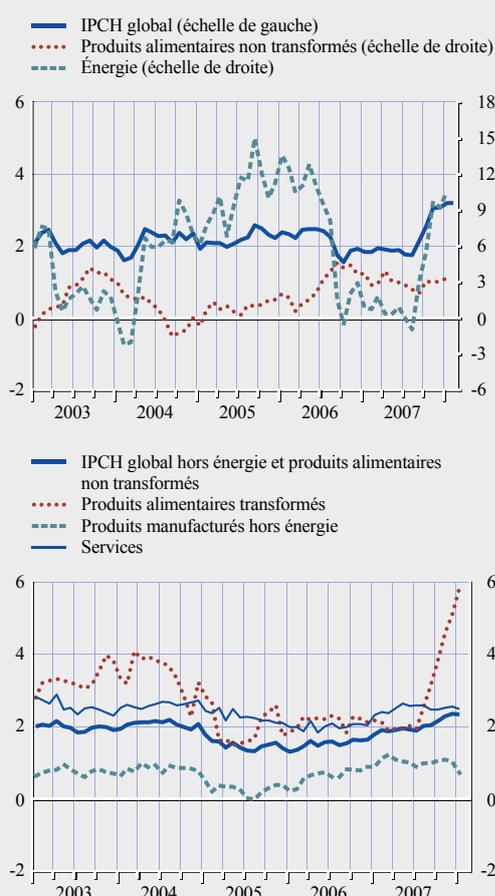
2) Hors construction

3) De qualité Brent (livraison à 1 mois)

4) Hors énergie ; en euros

### Graphique 24 Ventilation de l'IPCH : principales composantes

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

### Graphique 25 Contributions des principales composantes à l'IPCH

(contributions annuelles en points de pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

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

a largement contribué à la hausse générale des prix à la consommation. Les taux de variation annuels des prix des produits alimentaires non transformés sont demeurés élevés pendant la majeure partie de l'année 2007, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires transformés s'est accélérée à partir de la fin de l'été, ce qui a nettement contribué à la hausse de l'inflation au cours des derniers mois de l'année.

En outre, la décision d'un relèvement de 3 points de pourcentage de la TVA en Allemagne, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2007, a fortement affecté l'IPCH.

Les coûts salariaux sont restés modérés jusqu'au troisième trimestre de 2007, même si les coûts unitaires ont légèrement progressé en raison du recul de la croissance de la productivité du travail.

### L'INFLATION MESURÉE PAR L'IPCH A ÉTÉ SENSIBLEMENT INFLUENCÉE PAR LES ÉVOLUTIONS DES PRIX DES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES ET ALIMENTAIRES

Un examen plus détaillé des évolutions de l'inflation mesurée par l'IPCH en 2007 fait apparaître que celles-ci ont été nettement influencées par la conjugaison des hausses des prix

des produits pétroliers et des effets de base résultant de variations antérieures des prix de l'énergie ainsi que du renchérissement des produits alimentaires.

À la mi-janvier 2007, la forte tendance baissière des prix des produits pétroliers sur les marchés internationaux entamée en août 2006 s'est interrompue et les prix sont repartis à la hausse. En décembre 2007, le cours du pétrole en euros dépassait de quelque 32 % celui de l'année précédente<sup>5</sup>. Entre janvier et juillet 2007, les effets des hausses des prix des produits pétroliers sur la composante énergétique de l'IPCH ont été atténués par des effets de base favorables découlant des grimpées des prix de l'énergie observées un an auparavant. À compter de septembre 2007, la flambée du cours du

pétrole, conjuguée à des effets de base défavorables, a engendré une contribution substantielle de la composante énergétique à l'inflation globale (cf. graphique 25). Au quatrième trimestre de l'année, le taux de variation annuel des prix de l'énergie s'élevait à 8,1 %, contre 0,8 % en moyenne pendant les trois premiers trimestres de l'année. Tandis que des effets de base ont influencé les variations mensuelles de l'IPCH annuel, les effets de base favorables et défavorables se sont largement contrebalancés sur l'ensemble de l'année, de sorte que la contribution de la composante

4 Le cours annuel moyen en euros du baril de Brent est demeuré quasiment inchangé en 2007, tandis que les prix des produits pétroliers en 2006 étaient, en moyenne, 19 % plus élevés que l'année précédente.

#### Encadré 4

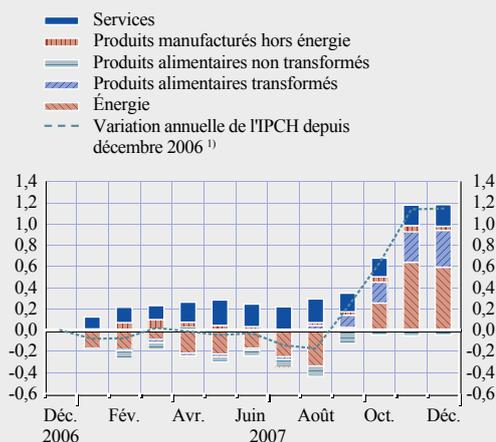
### L'INCIDENCE DES EFFETS DE BASE LIÉS À L'ÉNERGIE SUR L'INFLATION SELON L'IPCH EN 2007

Le taux annuel de l'IPCH s'est fortement accéléré en 2007. En décembre, il atteignait le niveau élevé de 3,1 %, soit un taux qui n'avait plus été observé depuis mai 2001, contre 1,9 % en novembre 2006. Cette hausse a résulté presque entièrement de trois vives progressions successives de l'inflation enregistrées respectivement en septembre, octobre et novembre et a été principalement imputable aux contributions significatives de l'évolution des prix des composantes de l'énergie et des produits alimentaires (cf. graphique A).

Il importe d'établir dans quelle mesure les variations du taux d'inflation annuel sont le reflet des évolutions en cours (c'est-à-dire les informations véritablement nouvelles d'un mois à l'autre) et dans quelle mesure elles reflètent l'incidence de la volatilité des prix au cours de l'année écoulée, au travers des « effets de base »<sup>1</sup>. Le présent encadré examine le rôle qu'ont joué les effets de base,

#### Graphique A Contributions à la variation annuelle de l'inflation mesurée par l'IPCH depuis décembre 2006

(points de pourcentage)



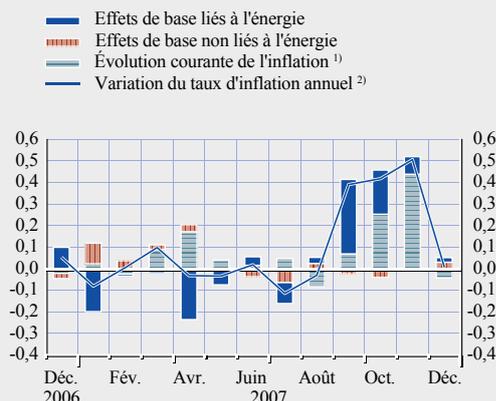
Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Calculée comme la différence entre le taux de croissance annuel de l'IPCH au cours d'un mois donné et le taux de croissance annuel de l'IPCH en décembre 2006

1 On peut définir un effet de base comme la contribution à la variation du taux d'inflation annuel au cours d'un mois donné qui résulte d'un écart du taux de variation mensuel au cours du mois de base (c'est-à-dire le même mois un an plus tôt) par rapport à son profil habituel ou « normal », compte tenu des fluctuations saisonnières.

### Graphique B Décomposition de la variation mensuelle de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH

(points de pourcentage)



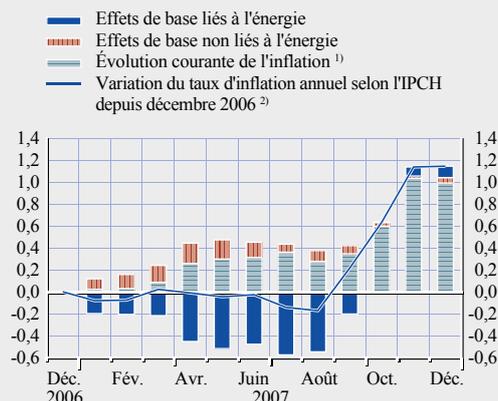
Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Calculée comme la différence entre la variation du taux d'inflation annuel et les effets de base combinés des composantes énergie et non-énergie

2) Calculée comme la différence entre le taux d'inflation annuel de 2 mois consécutif

### Graphique C Décomposition de la variation de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH depuis décembre 2006

(points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

1) Calculée comme la différence entre la variation du taux d'inflation annuel et les effets de base combinés des composantes énergie et non-énergie depuis décembre 2006

2) Calculée comme la différence entre la hausse de l'IPCH d'un mois donné et celle de l'IPCH enregistrée en décembre 2006

et plus particulièrement ceux liés à l'évolution des prix de l'énergie, dans la récente évolution à la hausse de l'IPCH et donne un aperçu de leur incidence attendue en 2008.

Le calcul d'un profil saisonnier mensuel pour chaque composante de l'IPCH permet de distinguer les contributions des effets de base aux variations mensuelles du taux d'inflation annuel de l'IPCH de celles des évolutions en cours (cf. graphique B)<sup>2</sup>.

Comme anticipé<sup>3</sup>, les effets de base ont exercé une incidence notable sur le profil de l'inflation globale en 2007. Au cours de l'année, les contributions mensuelles les plus importantes ont été fournies par les effets de base liés à la composante des prix de l'énergie, et ce en raison de la volatilité des évolutions mensuelles des cours du pétrole en 2006. Entre janvier et juillet 2007, les effets de base favorables liés à l'énergie ont exercé une incidence baissière sur le taux d'inflation globale. Au second semestre de 2007, par contre, la progression annuelle de l'IPCH a été affectée par des effets de base défavorables liés à l'énergie, qui ont été particulièrement vifs en septembre et en octobre. Les effets de base liés aux composantes hors énergie ont dans l'ensemble été relativement modestes en 2007.

Néanmoins, les évolutions de l'inflation observées au dernier trimestre de l'année ont essentiellement été portées par la dynamique des prix d'un mois à l'autre, eu égard au renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires transformés. En novembre, plus particulièrement, la contribution de la composante énergétique à la hausse de l'IPCH a

2 La contribution des effets de base aux variations mensuelles du taux d'inflation annuel est calculée comme étant l'écart de la variation mensuelle (non corrigée des variations saisonnières) douze mois plus tôt par rapport à la variation mensuelle jugée « normale ». On obtient la variation mensuelle « normale » en additionnant un facteur saisonnier estimé pour chaque mois à la moyenne des variations mensuelles observées depuis janvier 1995.

3 Cf. l'encadré intitulé *Rôle des effets de base en tant que moteur des évolutions récentes et futures de l'IPCH* du *Bulletin mensuel* de la BCE de janvier 2007

essentiellement été imputable à la transmission des récentes augmentations du cours du pétrole sur les marchés internationaux. Outre l'incidence des cours du pétrole brut, on a observé une certaine hausse de la marge de raffinage, qui reflète une hausse des bénéfices des fournisseurs d'énergie. En décembre, par contre, la composante énergie a exercé des pressions à la baisse sur le taux d'inflation globale, mais cet effet a été largement compensé par les nouvelles pressions haussières qu'ont exercées les prix des produits alimentaires transformés. Le recul de la composante énergie a été principalement imputable à l'incidence d'une baisse des cours du pétrole brut durant le mois, alors que l'effet de base des évolutions des prix de l'énergie observées un an plus tôt avait été quasiment négligeable.

Sur l'ensemble de l'année, les effets de base totaux des composantes énergie et non-énergie ont exercé une incidence cumulée relativement modeste sur le taux d'accroissement annuel de l'IPCH, puisque les influences favorables et défavorables se sont presque parfaitement neutralisées mutuellement (cf. graphique C).

Dans l'ensemble, sur la hausse totale de 1,1 point de pourcentage du taux d'inflation annuel de l'IPCH entre décembre 2006 et décembre 2007, à peine 0,1 point de pourcentage provient de l'incidence haussière cumulée des effets de base liés à l'énergie, tandis que le solde de 1 point de pourcentage reflète la dynamique des prix en 2007. Il apparaît dès lors que l'essentiel de la hausse totale du taux d'inflation annuel de l'IPCH a résulté des évolutions de l'inflation.

À terme, le taux d'inflation selon l'IPCH devrait se modérer dans le courant de 2008, moyennant un certain revirement des récentes hausses des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires, tel qu'actuellement intégré dans les prix à terme. En 2008, les effets de base totaux des prix des composantes énergie et non-énergie devraient apporter une notable contribution à la baisse à l'évolution de l'inflation (de 1,1 point de pourcentage environ au total au cours de la période de douze mois courant jusqu'à décembre 2008)<sup>4</sup>. L'incidence en sera généralement concentrée à la fin de l'année puisque les importantes hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires enregistrées au second semestre de 2007 disparaîtront des taux d'inflation annuels calculés douze mois plus tard. Toutefois, la mesure dans laquelle ces effets de base négatifs entraîneront également un recul de l'IPCH dépend de façon déterminante de l'absence de nouveaux chocs affectant les prix du pétrole et des produits alimentaires et du caractère modéré de l'évolution des autres composantes de l'IPCH, ce qui requiert notamment l'absence d'effets de second tour.

4 Cf. l'encadré intitulé *Analyse des évolutions récentes et futures de l'IPCH : le rôle des effets de base* du *Bulletin mensuel* de la BCE de janvier 2008

énergétique à l'inflation globale en 2007 a traduit les hausses des prix des produits pétroliers survenues pendant l'année (cf. encadré 4).

La contribution de l'autre composante typiquement volatile de l'inflation, à savoir les prix des produits alimentaires non transformés, à la hausse globale des prix s'est également accrue au cours de l'année sous revue, après qu'une accélération de cette composante fut enregistrée

en 2006. Le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés est demeuré élevé pendant la majeure partie de l'année 2007, même si les fluctuations mensuelles ont été caractérisées par une volatilité substantielle en raison, principalement, des mouvements des prix des fruits et légumes, qui ont souffert des mauvaises conditions climatiques en Europe, particulièrement au printemps. Le prix de la viande, qui avait augmenté à un rythme soutenu en 2006, a continué d'enregistrer des

taux de croissance annuels exceptionnels en 2007. Cette évolution a en partie traduit les affermissements des prix de l'alimentation animale sur les marchés mondiaux et d'autres coûts de consommations intermédiaires.

La hausse des prix des produits alimentaires transformés, qui a commencé à s'intensifier vers la fin de l'été, a également sensiblement contribué à l'augmentation de l'inflation mesurée par l'IPCH à la fin de 2007. Au

dernier trimestre de l'année, le taux de croissance annuel des produits alimentaires transformés s'est établi à 4,5 %, le taux le plus élevé enregistré depuis la création de l'Union monétaire en 1999. La progression du taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés s'est inscrite dans le contexte du net renchérissement de certaines matières premières agricoles sur les marchés mondiaux dû à la conjugaison de facteurs temporaires et structurels

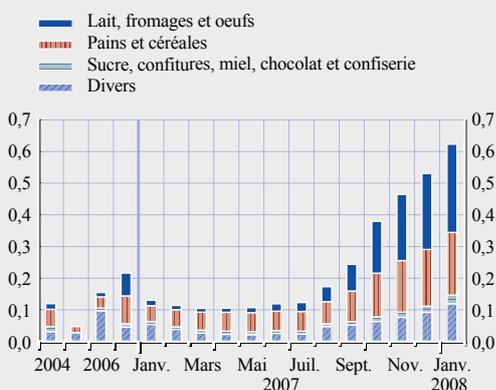
### Encadré 5

#### LE RENCHÉRISSEMENT DES PRODUITS ALIMENTAIRES DANS LA ZONE EURO

Les produits alimentaires ont vivement renchéri dans la zone euro au second semestre de 2007, et ce qu'il s'agisse des prix à la production ou des prix à la consommation. Les prix à la production des produits alimentaires et des boissons ont grimpé de 4,5 % en moyenne en 2007, soit la hausse la plus élevée depuis plus de six ans. Mesurés par l'IPCH, les prix à la consommation des produits alimentaires ont augmenté de 4,3 % en décembre 2007, contre 2,4 % en moyenne en 2006. La hausse des prix des produits alimentaires mesurée par l'IPCH s'explique essentiellement par la composante des produits alimentaires transformés. Parmi ceux-ci, les prix des pains et céréales, de même que ceux des lait, fromages et œufs, se sont plus particulièrement envolés (cf. graphique A). Les prix des produits alimentaires ont joué un rôle important dans la hausse de l'IPCH global au second semestre de 2007. Le présent encadré examine les facteurs potentiellement à l'origine des mouvements de hausse des prix des produits alimentaires dans la zone euro et envisage les perspectives.

**Graphique A Contributions des prix des produits alimentaires transformés à la hausse de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH**

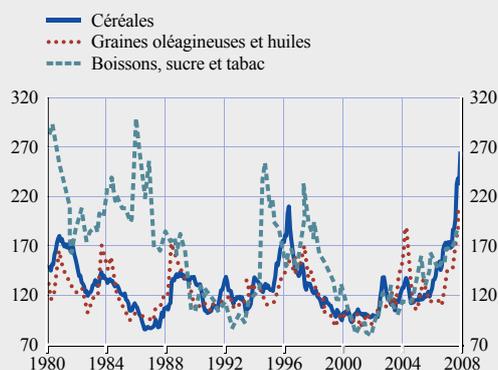
(points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE  
Note : La partie gauche du graphique présente les contributions annuelles entre 2004 et 2007.

**Graphique B Évolution des prix des produits alimentaires et des boissons tropicales**

(données mensuelles en dollars des États-Unis ; indice : moyenne 2000 = 100)



Sources : HWWI et calculs de la BCE  
Note : La dernière observation concerne décembre 2007.

L'accélération du renchérissement des produits alimentaires observée dans la zone euro est dans une large mesure le reflet de facteurs mondiaux. Les prix de plusieurs matières premières agricoles, comme les céréales et les graines oléagineuses, se sont fortement accrus sur les marchés mondiaux en 2007 (cf. graphique B).

Ces hausses de prix ont en partie été le reflet de facteurs temporaires, telles les mauvaises conditions météorologiques dans plusieurs grands pays exportateurs de matières premières agricoles, qui ont affecté l'offre mondiale de ces matières premières. Les prix élevés de l'énergie ont eux aussi accéléré le renchérissement des intrants agricoles à forte intensité énergétique, tels les engrais et le carburant destiné au transport et à l'utilisation des machines. En outre, les cours internationaux des produits alimentaires ont été poussés à la hausse par la vive augmentation de la demande mondiale de denrées provoquée par les modifications des habitudes alimentaires dans un grand nombre d'économies en développement, ainsi que par l'émergence de nouvelles sources de demande de certaines matières premières agricoles, comme par exemple la production de biocarburants. Ces dernières évolutions étant de nature structurelle, elles sont susceptibles de continuer à exercer des pressions à la hausse sur les cours mondiaux des produits alimentaires à l'avenir. Le renchérissement des produits laitiers pourrait également avoir reflété la différence de structure du marché laitier entre les pays européens, outre les hausses des prix sur les marchés mondiaux du lait, des aliments pour animaux et d'autres intrants.

Soulignant la nature mondiale du choc affectant les prix des produits alimentaires, ceux-ci ont grimpé simultanément dans plusieurs grandes économies ne faisant pas partie de la zone euro en 2007. De plus, les composantes des prix des produits alimentaires qui ont le plus contribué à l'inflation dans la zone euro (comme les céréales et les produits laitiers) ont également augmenté dans ces économies, suggérant l'existence d'un choc commun à l'origine de ces hausses de prix.

### IPCH des produits alimentaires transformés hors tabac dans les États membres de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	Pondérations 2007	Moyennes			Taux de croissance annuels	
		2005	2006	2007	2007 Déc.	2008 Janv.
Belgique	10,8	2,0	1,9	4,1	7,3	8,2
Allemagne	8,3	0,2	1,0	3,0	6,7	7,4
Irlande	10,2	0,0	0,2	1,2	7,3	7,2
Grèce	9,7	3,2	4,7	2,2	6,0	6,3
Espagne	10,4	2,8	4,4	3,0	8,9	9,3
France	9,7	-0,6	0,7	0,7	3,0	4,7
Italie	9,9	0,6	1,9	2,5	4,7	5,1
Luxembourg	9,6	1,7	1,8	2,6	5,4	5,3
Pays-Bas	9,3	-1,8	0,2	1,5	4,7	5,6
Autriche	8,3	0,8	1,5	3,7	7,7	8,4
Portugal	8,4	-0,8	1,7	1,4	5,6	6,5
Slovénie	11,4	-1,3	1,4	5,7	11,9	13,8
Finlande	13,0	-0,8	0,9	0,8	1,1	6,6
Zone euro	9,4	0,5	1,6	2,3	5,6	6,6

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Au sein de la zone euro, l'incidence du choc mondial sur les prix des produits alimentaires dans chaque pays de la zone euro a varié considérablement en termes de vitesse et d'ampleur. Ainsi par exemple, la hausse annuelle de l'IPCH en ce qui concerne les produits alimentaires transformés hors tabac a varié en 2007 entre 5,7 % en Slovénie, soit le taux le plus élevé de la zone euro, et 0,7 % en France et 0,8 % en Finlande, où ce taux a été notablement inférieur à la moyenne de la zone euro (cf. tableau). Des données plus récentes indiquent une hausse plus vive de ces prix dans ces deux derniers pays.

Les marchés de détail des produits alimentaires sont généralement segmentés selon les pays. À cet égard, des différences au niveau des conditions de la demande, des structures de marché, du niveau des prix des produits alimentaires et des pressions concurrentielles dans les secteurs du détail et de la distribution sont susceptibles d'expliquer les différences entre les pays en termes de réactions des prix à la consommation des produits alimentaires au choc externe commun d'un pays à l'autre.

Les perspectives d'évolution des prix des produits alimentaires mondiaux comme nationaux demeurent hautement incertaines. Même si l'offre de produits agricoles devait finalement répondre à l'accroissement de la demande, la période d'adaptation pourrait être plus longue qu'on ne l'envisage actuellement. En outre, les prix des produits alimentaires dépendent de plusieurs facteurs difficiles à prévoir, parmi lesquels les avancées technologiques et les éventuelles modifications de la politique énergétique. Dans l'ensemble, les risques semblent être orientés à la hausse.

(cf. encadré 5). Les sous-composantes « pains et céréales » et « lait, fromages et œufs » ont été les plus affectées.

Les prix des produits industriels non énergétiques se sont accrus de 1 % en 2007, un taux plus élevé que les années précédentes. Cette accélération a principalement traduit les effets du relèvement du taux de TVA en Allemagne, les tensions sur les coûts des consommations intermédiaires annoncées par les prix à la production nationaux des biens de consommation, et le maintien d'un taux historiquement élevé d'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier tout au long de l'année. Ces effets ont plus que compensé l'influence modératrice du relâchement des pressions sur les prix à l'importation, qui ont résulté de variations du taux de change dans un contexte de concurrence internationale intense. Enfin, les hausses des prix des services se sont nettement renforcées au début de 2007, sous l'influence essentiellement du relèvement du taux de TVA en Allemagne, et sont demeurées élevées tout au long de l'année.

Alors que le taux de croissance annuel moyen de l'IPCH global a dans l'ensemble été stable en 2007, l'inflation à l'exclusion des composantes volatiles que sont les produits alimentaires non transformés et les produits énergétiques a atteint 2 % en 2007 alors qu'elle affichait 1,5 % les deux années précédentes. Cet indicateur a lui aussi été influencé par le relèvement du taux de TVA en Allemagne au début de l'année. Il est demeuré stable à 1,9 % de février à juillet 2007 avant de repartir à la hausse en août, principalement en raison de l'envol des prix des produits alimentaires transformés. À la fin de l'année, l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et produits énergétiques a atteint 2,3 %, son niveau le plus élevé depuis la fin de 2002.

#### **RALENTISSEMENT DE LA HAUSSE MOYENNE DES PRIX À LA PRODUCTION MAIS APPARITION DE PRESSIONS HAUSSIÈRES VERS LA FIN DE L'ANNÉE**

La hausse des prix à la production s'est essouffée pendant la première moitié de l'année, principalement sous l'impulsion d'effets de base provenant de la composante énergétique, et s'est

ensuite accélérée en raison des évolutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

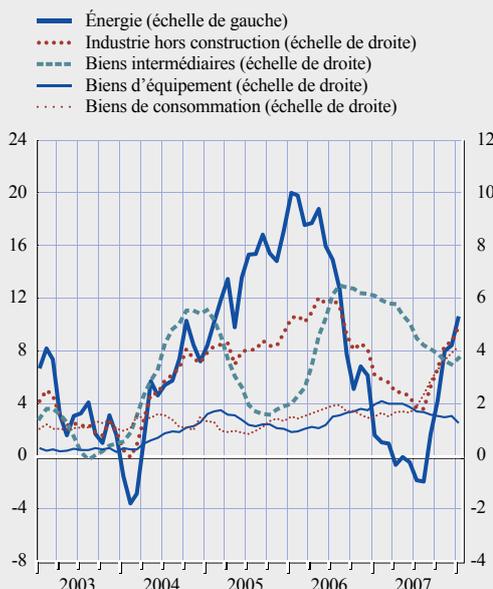
Le taux de variation annuel des prix à la production industrielle (à l'exception de la construction) dans la zone euro s'est établi à 2,8 % en 2007, soit nettement moins que les deux années précédentes. La hausse des prix à la production, qui avait culminé à 6 % en juillet 2006, s'est progressivement infléchi pour atteindre 1,8 % en juillet 2007, du fait principalement d'effets de base affectant la composante énergétique. À partir de septembre 2007, l'affermissement des prix à la production de l'énergie – portés par les renchérissements des produits pétroliers et par des effets de base – et des prix à la production des produits alimentaires ont renforcé la hausse des prix à la production. En décembre 2007, cette dernière se chiffrait à 4,3 %.

Le taux de croissance annuel des prix à la production industrielle à l'exclusion de la construction et des produits énergétiques s'est légèrement infléchi dans le courant de l'année, même s'il est demeuré élevé. Ce mouvement a traduit les différentes évolutions de ses principales composantes (cf. graphique 26).

Le taux de croissance annuel des prix des biens intermédiaires a continué de se ralentir progressivement tout au long de 2007, revenant de son pic de 6,5 % atteint en août 2006 à 3,5 % en décembre. Pendant la première moitié de l'année, les prix des biens intermédiaires étaient toujours influencés par la pression haussière des prix des matières premières industrielles, leurs principaux déterminants. La baisse subséquente des prix des matières premières industrielles sur les marchés mondiaux, conjuguée à l'appréciation de l'euro, a modéré les évolutions des prix dans de nombreux compartiments du secteur des biens intermédiaires. Les fabricants de produits alimentaires ont enregistré de fortes élévations de prix au troisième trimestre de l'année, dans le sillage du net renchérissement de certaines matières premières agricoles sur les marchés mondiaux (cf. encadré 5). La variation annuelle des prix des biens d'équipement a

## Graphique 26 Ventilation des prix à la production

(variations annuelles en pourcentage ; données mensuelles)



Source : Eurostat

Note : Les données se rapportent à la zone euro intégrant Chypre et Malte.

inversé sa tendance haussière en juin 2007 et a reculé pour s'établir à 1,5 % au quatrième trimestre de 2007, traduisant les effets favorables de l'appréciation de l'euro.

En aval de la chaîne de production, les prix des biens de consommation ont poursuivi la tendance à la hausse observée depuis la mi-2005. Le taux de variation annuel de l'ensemble des prix des biens de consommation a atteint 3,9 % en décembre 2007, le taux de croissance le plus élevé enregistré depuis la création de l'Union monétaire en 1999. Cette évolution est essentiellement due à l'accélération de la hausse des prix des biens de consommation non durables à partir de juillet en raison des tensions sur les prix des produits alimentaires au niveau mondial, qui ont fait augmenter ceux des biens de consommation alimentaires. À l'exclusion des prix du tabac et des produits alimentaires, les prix des biens de consommation sont demeurés proches de 1,3 % sur l'ensemble de l'année.

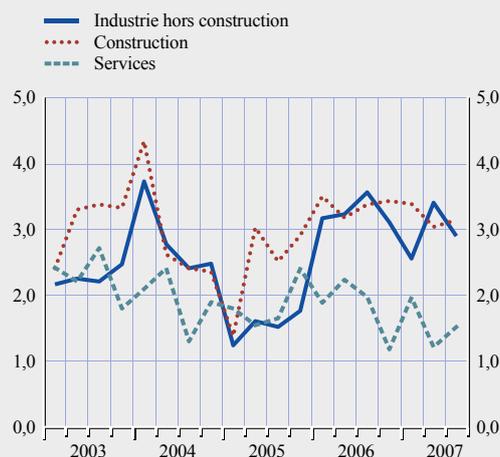
### LES COÛTS SALARIAUX SONT DEMEURÉS MODÉRÉS

Le rythme annuel de progression de la rémunération par tête est resté modéré en 2007. Il a atteint 2 % au cours des trois premiers trimestres, soit un niveau légèrement inférieur à la moyenne annuelle enregistrée en 2006 (cf. tableau 2). Des données par secteur font apparaître que, comme l'année précédente, les rythmes de progression de la rémunération par tête ont été plus élevés dans le secteur industriel que dans celui des services en 2007, conformément aux évolutions de la productivité sectorielle (cf. graphique 27). Dans le secteur industriel, le taux de croissance moyen enregistré aux trois premiers trimestres de 2007 a globalement suivi les évolutions observées depuis le début de 2006. Bien que légèrement supérieur à celui enregistré dans le secteur industriel, le rythme de progression de la rémunération par tête dans la construction s'est tassé pendant l'année consécutivement à l'apparition des premiers signes d'un ralentissement de l'emploi dans ce secteur. Dans le secteur des services, le rythme enregistré durant les trois premiers trimestres de 2007 a été inférieur à celui des deux années précédentes.

La croissance moyenne des coûts salariaux horaires totaux pendant les trois premiers trimestres de l'année sous revue a été inférieure au rythme observé en 2006. La modération des taux annuels de croissance de la rémunération par tête et des coûts salariaux horaires totaux s'explique en partie par l'influence de la réduction des cotisations de sécurité sociale

**Graphique 27 Ventilation sectorielle de la rémunération par tête**

(variations annuelles en pourcentage ; données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE

introduite dans certains pays membres de la zone euro en 2007.

D'autres indicateurs disponibles des coûts salariaux confirment que les évolutions salariales sont demeurées limitées en 2007. En particulier, les hausses salariales négociées se sont en moyenne établies à 2,1 % dans la zone euro en 2007, un niveau légèrement inférieur à celui de l'année précédente, même si les évolutions salariales ont fortement varié d'un pays à l'autre. L'incidence du recul du chômage sur les accords salariaux semble être restée relativement modeste. Il appert que les réformes structurelles des marchés du travail et des produits, les variations de la composition

**Tableau 2 Indicateurs de coûts salariaux**

(variations annuelles en pourcentage)

	2005	2006	2007	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4
Salaires négociés	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1	2,1
Coûts salariaux horaires totaux	2,7	2,6	.	2,3	2,3	2,4	2,5	.
Rémunération par tête	1,8	2,2	.	1,8	2,2	1,9	2,0	.
<i>Pour mémoire :</i>								
Productivité du travail	0,7	1,3	.	1,6	1,3	0,7	0,7	.
Coûts salariaux unitaires	1,0	0,9	.	0,2	0,9	1,2	1,2	.

Sources : Eurostat, données nationales et calculs de la BCE

Note : Les données relatives à la rémunération par tête, à la productivité du travail et aux coûts salariaux unitaires se rapportent à la zone euro intégrant Chypre et Malte.

de l'offre de main-d'œuvre et de l'emploi, et la concurrence internationale ont contribué à la poursuite de l'évolution tempérée des coûts salariaux dans la zone euro.

En dépit des évolutions salariales modérées, le taux de croissance annuel des coûts salariaux unitaires a légèrement progressé pendant l'année, ce qui a principalement traduit le relâchement de la croissance de la productivité du travail. Les coûts salariaux unitaires ont en moyenne progressé de 1,1 % aux trois premiers trimestres de 2007, en comparaison des taux de croissance moyens de 0,9 et 1 % enregistrés durant les deux années précédentes. La hausse des coûts salariaux unitaires a engendré un léger ralentissement de l'évolution des bénéfices dans le courant de 2007. L'indicateur de marge de profit, mesuré comme étant la différence entre les taux de croissance du déflateur du PIB et des coûts salariaux unitaires, a continué de témoigner d'une progression dynamique des bénéfices jusqu'au troisième trimestre de 2007, quoiqu'à un rythme moindre qu'en 2006. La croissance moyenne des marges de profit enregistrée pendant les trois premiers trimestres de 2007 s'est élevée à 0,6 %, alors qu'elle était de 0,8 % en 2006.

#### 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 pendant la première moitié de 2007, poursuivant ainsi la tendance au ralentissement observée au second semestre de 2005 et en 2006 (cf. graphique 28). D'après les dernières estimations, le rythme annuel de croissance des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro s'est globalement infléchi pour s'établir à 5 % au premier semestre de 2007, revenant de 6,1 % pendant la seconde moitié de 2006. Les données nationales disponibles laissent supposer que l'atténuation de la montée des prix de l'immobilier dans la zone euro a été particulièrement marquée dans les pays qui avaient récemment enregistré des hausses relativement fortes des prix de l'immobilier résidentiel, comme la Belgique,

**Graphique 28 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 2007 portent sur le premier semestre de l'année.

l'Irlande, l'Espagne, la France et Malte. En revanche, dans le cas de l'Italie, des Pays-Bas et de l'Autriche, les données disponibles font apparaître que les hausses des prix de l'immobilier observées en 2007 sont demeurées globalement inchangées par rapport à celles enregistrées l'année précédente. S'agissant de l'Allemagne, après une période de fluctuations modestes jusqu'en 2005, les prix de l'immobilier se sont de nouveau légèrement affermis en 2007.

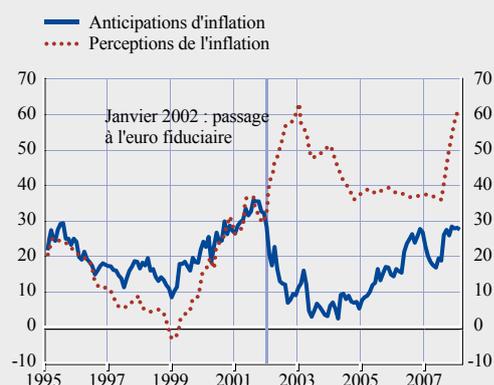
#### ÉVOLUTIONS DES PERCEPTIONS ET ANTICIPATIONS D'INFLATION

Eu égard à la poussée de l'inflation globale vers la fin de 2007, les perceptions et anticipations d'inflation sont devenues des facteurs clés en termes d'évaluation des évolutions futures de l'inflation. Mesurée par la Commission européenne, la perception qualitative de l'inflation par les consommateurs sur les douze mois écoulés s'est significativement accrue au second semestre de 2007 en raison de la hausse de l'inflation réelle, qui a atteint des niveaux qu'elle n'avait plus affichés depuis la période qui a suivi le passage à l'euro en janvier 2002 (cf. graphique 29)<sup>6</sup>. Contrairement à 2002, les

<sup>6</sup> Pour plus d'informations, cf. l'encadré intitulé *Évolutions récentes des perceptions et des anticipations d'inflation par les consommateurs dans la zone euro* du *Bulletin mensuel* de la BCE de novembre 2007

### Graphique 29 Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs de la zone euro

(solde d'opinions ; cvs)

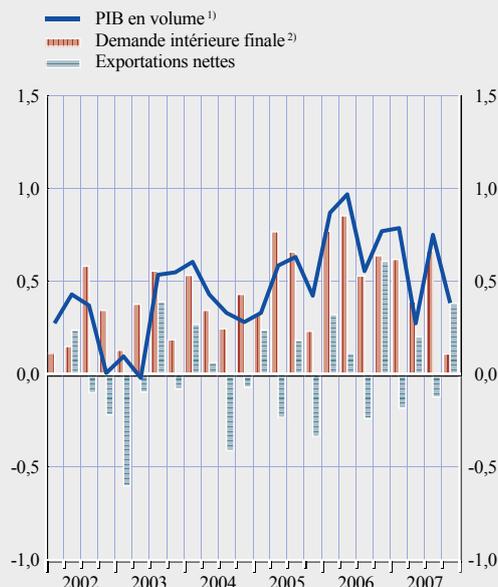


Source : Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs  
 Note : Les données se rapportent à la zone euro intégrant Chypre et Malte.

anticipations d'inflation des consommateurs pour les douze mois à venir ont progressé, certes moins rapidement, au second semestre de 2007. De même, les informations fournies par les prévisionnistes professionnels ont fait apparaître que les anticipations d'inflation à long terme se sont maintenues à 1,9 % selon les prévisions du Consensus économique d'octobre 2007 et ont atteint 2 % d'après le baromètre de la zone euro de janvier 2008 et l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels du premier trimestre de 2008. Par ailleurs, les points morts d'inflation dérivés des obligations indexées à l'inflation et des *swaps* dans la zone euro se sont inscrits en hausse après septembre 2007, ce qui laisse supposer que les anticipations d'inflation ou les primes de risque liées à l'inflation se sont accrues sur les marchés financiers (cf. également la section 2.2 du présent chapitre).

### Graphique 30 Contributions à la croissance trimestrielle du PIB en volume

(contributions trimestrielles en points de pourcentage ; données cvs)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE  
 Note : Les données se rapportent à la zone euro intégrant Chypre et Malte.  
 1) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent  
 2) Défini au sens de la demande intérieure hors variations des stocks

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

### ÉVOLUTION FAVORABLE DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE EN 2007

Les évolutions économiques ont été globalement favorables en 2007, même si la croissance s'est légèrement ralentie en cours d'année. La croissance du PIB en volume de la zone euro s'est établie, en moyenne, à 2,6 % en 2007, soit un niveau légèrement inférieur à celui de 2,8 % enregistré en 2006 et supérieur aux taux de croissance des années précédentes (cf. graphique 30).

Le ralentissement de la croissance du PIB en 2007 est essentiellement imputable aux évolutions de la consommation privée et de l'investissement résidentiel. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a été

de 0,4 point de pourcentage, soit le double du niveau de 2006 (cf. tableau 3).

Parmi les facteurs qui sous-tendent ce ralentissement, hormis l'incidence ponctuelle du relèvement de la TVA en Allemagne, l'incidence négative de la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie sur le revenu réel disponible des ménages et sur la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise a été particulièrement importante. Ces évolutions inflationnistes et, par la suite, les perturbations financières qui ont démarré en août en liaison étroite avec la crise des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) aux États-Unis, ont contribué à la détérioration des anticipations des consommateurs et des chefs d'entreprise au second semestre 2007. Par ailleurs, la dégradation des marchés de l'immobilier résidentiel de plusieurs pays de la zone euro a entraîné un ralentissement de l'activité économique.

En dépit de l'incertitude croissante observée au second semestre, l'économie de la zone euro a

enregistré de bons résultats en 2007, comme le montre la baisse importante et régulière du taux de chômage, revenu à 7,1 % en décembre, ce qui représente le niveau le plus bas observé au cours des vingt-cinq dernières années. Cette tendance positive reflète la solidité des fondamentaux de l'économie de la zone euro et, en particulier, la rentabilité élevée des entreprises et la vigueur des créations d'emplois.

La consommation privée a progressé de 1,4 % en 2007, contre 1,8 % en 2006. Ce profil d'évolution a été fortement influencé par un relèvement de la TVA en Allemagne en janvier 2007. Certains achats, concernant notamment les articles onéreux comme les biens de consommation durable, ont été effectués de façon anticipée afin d'éviter cet alourdissement fiscal. Par conséquent, le taux de croissance annuel de la consommation privée de la zone euro s'est inscrit en net recul, revenant à 1,4 % au premier trimestre 2007 après 2,1 % au quatrième trimestre 2006. La consommation des ménages a rebondi au cours des mois suivants,

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

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

	Taux annuels <sup>1)</sup>								Taux trimestriels <sup>2)</sup>				
	2005	2006	2007	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4	2006 T4	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4
Produit intérieur brut en volume	1,7	2,9	2,6	3,2	3,1	2,4	2,6	2,2	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4
<i>dont :</i>													
Demande intérieure <sup>3)</sup>	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,0	2,1	2,0	0,2	1,0	0,1	0,9	0,0
Consommation privée	1,6	1,8	1,4	2,1	1,4	1,6	1,6	1,1	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1
Consommation publique	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,8	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1
Formation brute de capital fixe	3,0	5,3	4,8	5,7	6,9	4,1	4,5	3,7	1,5	1,7	0,0	1,2	0,8
Variation des stocks <sup>4)</sup>	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Exportations nettes <sup>3)</sup>	-0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4
Exportations <sup>5)</sup>	4,9	8,1	5,9	9,0	6,6	5,8	7,1	4,4	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5
Importations <sup>5)</sup>	5,7	7,8	5,2	7,1	6,0	5,0	5,9	3,8	1,6	1,4	0,3	2,5	-0,4
Valeur ajoutée brute en volume													
<i>dont :</i>													
Industrie hors construction	1,2	3,8	3,7	4,2	3,8	3,4	4,1	3,7	0,9	1,2	0,6	1,4	0,4
Construction	1,7	4,6	3,1	5,2	7,1	2,5	2,0	1,0	1,2	1,8	-1,4	0,4	0,2
Services purement marchands <sup>6)</sup>	2,3	3,1	2,9	3,6	3,3	2,8	2,9	2,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

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

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

2) Variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent

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

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

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

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

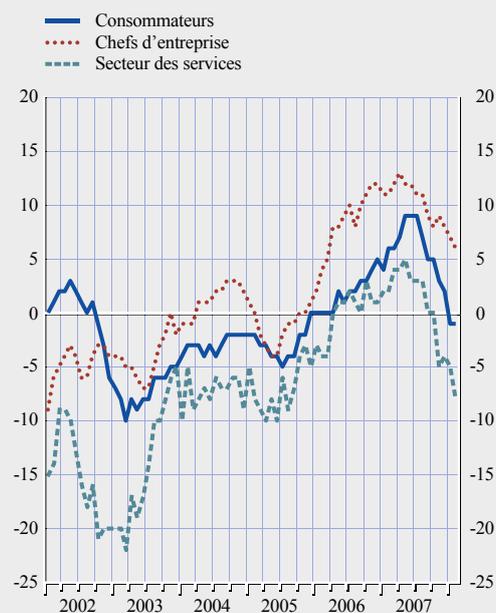
à la faveur de l'amélioration de leur revenu réel disponible, liée essentiellement aux évolutions positives de l'emploi et, dans une moindre mesure, à la hausse de leur pouvoir d'achat. Au second semestre, un affaiblissement progressif de la confiance des consommateurs a été constaté, qui paraît avoir été lié aux turbulences sur les marchés de capitaux et à la hausse de l'inflation (cf. graphique 31). Toutefois, il semble que les perturbations financières n'aient eu qu'une incidence directe limitée sur la consommation, même si les critères d'octroi des prêts à la consommation ont été durcis au cours des derniers mois de l'année, à la différence de l'assouplissement net observé au cours des trimestres précédents.

Après avoir fortement rebondi en 2006, la progression de l'investissement total a été vigoureuse en 2007, à 4,4 % pour l'ensemble de l'année. Le rythme de croissance s'est toutefois progressivement ralenti en cours d'année. La décélération a été particulièrement prononcée dans l'investissement résidentiel, marquant la fin de la phase d'expansion du cycle d'activité du secteur de la construction, dans un contexte de ralentissement de la hausse des prix de l'immobilier. Le ralentissement de l'investissement en logements a été plus accentué dans certains pays qui avaient connu une croissance très soutenue au cours des années précédentes. Comme l'illustre l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire, la demande nette de prêts au logement a considérablement diminué au quatrième trimestre 2007. Cette évolution reflète probablement les évaluations moins favorables des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel ainsi que la détérioration de la confiance des consommateurs.

Les exportations de la zone euro se sont fortement accrues, de 5,9 % en 2007, malgré l'appréciation rapide de l'euro observée au cours de l'année et la forte concurrence de la Chine et d'autres pays asiatiques. Les importations en provenance de l'extérieur de la zone euro ont également fortement progressé, favorisées par la croissance robuste des investissements et des exportations des entreprises, ainsi que par l'appréciation de

**Graphique 31 Indicateurs de confiance**

(soldes d'opinions cvs)



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

Notes : Les données présentées sont calculées en termes d'écart par rapport à la moyenne sur la période débutant en janvier 1985 pour les indicateurs de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise et à compter d'avril 1995 pour l'indicateur de confiance dans le secteur des services. Les données se rapportent à la zone euro intégrant Chypre et Malte.

l'euro. Dans l'ensemble, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a été positive à hauteur de 0,4 point de pourcentage.

D'un point de vue sectoriel, l'activité économique a été essentiellement soutenue en 2007 par les bonnes performances des services, dont le taux de croissance annuel a légèrement diminué, revenant de 2,5 % en 2006 à 2,4 % en 2007. Le secteur industriel (hors construction) a fait preuve d'une résistance remarquable tout au long de l'année en raison essentiellement de la croissance vigoureuse des exportations, qui a compensé le ralentissement de l'activité dans la construction. La croissance de la valeur ajoutée du secteur de la construction de la zone euro a fortement décliné en 2007, notamment au second semestre. Comme mentionné précédemment, cette tendance s'explique essentiellement par la détérioration des anticipations relatives aux marchés de l'immobilier

**Tableau 4 Évolutions du marché du travail**

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

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

Sources : Eurostat et calculs de la BCE

Note : Les données se rapportent à la zone euro intégrant Chypre et Malte.

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

résidentiel, même si les autres activités du secteur (dont l'immobilier non résidentiel et le génie civil) ont également enregistré un ralentissement.

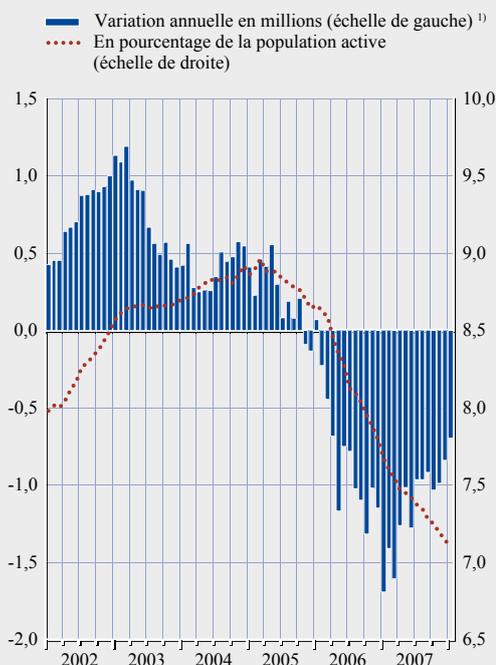
### NOUVELLE AMÉLIORATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

La situation s'est nettement améliorée sur le marché du travail de la zone euro au cours des dernières années. En 2006, après des années de croissance modérée, l'emploi a progressé de 1,5 %. La création d'emplois a également été répartie plus uniformément entre tranches d'âge, sexes et niveaux de qualification<sup>7</sup>. Cette forte progression de l'emploi s'est poursuivie en 2007, le taux de croissance annuel de 1,7 % étant le plus élevé depuis 2001 (cf. tableau 4). La croissance de l'emploi a toutefois décliné au second semestre 2007, sous l'effet d'une situation économique moins favorable.

D'un point de vue sectoriel, l'accélération de la croissance de l'emploi en 2007 a reflété en partie la vigueur de la création d'emplois dans le secteur de la construction, où elle a enregistré un taux de croissance annuel de 4,3 % au troisième trimestre 2007, après 2,7 % pour l'ensemble de l'année 2006. La phase prolongée de contraction de l'emploi dans l'industrie (hors construction) s'est interrompue en 2007 où, pour la première fois depuis 2001, une création

**Graphique 32 Chômage**

(données mensuelles cvs)



Source : Eurostat

Note : Les données se rapportent à la zone euro intégrant Chypre et Malte.

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

<sup>7</sup> Pour plus de détails, cf. l'encadré 8 du Bulletin mensuel de la BCE de septembre 2007

nette d'emplois, bien que très modeste, a pu être observée. L'emploi dans les services a également progressé plus rapidement, s'élevant à 2,2 % au troisième trimestre 2007, après une moyenne de 2,1 % en 2006, essentiellement grâce aux évolutions observées dans les sous-secteurs de la finance et des services aux entreprises ainsi que du commerce et des transports. Au second semestre 2007, la croissance de l'emploi s'est ralentie dans ces sous-secteurs des services, tout comme dans le secteur de la construction où ce fléchissement a été plus prononcé. Les évolutions de ce secteur reflètent la fin du cycle haussier de l'immobilier résidentiel et des autres activités de la construction.

Le taux de chômage, qui a commencé à décliner début 2005 et s'élevait à 7,9 % au quatrième trimestre 2006, a continué à baisser en 2007, revenant à 7,1 % à la fin de l'année (cf. graphique 32).

En 2007, la diminution mensuelle du nombre de chômeurs s'est établie à quelque 80 000 en moyenne. Dans l'ensemble, la baisse du chômage reflète la croissance de l'emploi liée à la situation conjoncturelle ainsi que l'incidence des réformes du marché et de la poursuite de la modération salariale.

#### Encadré 6

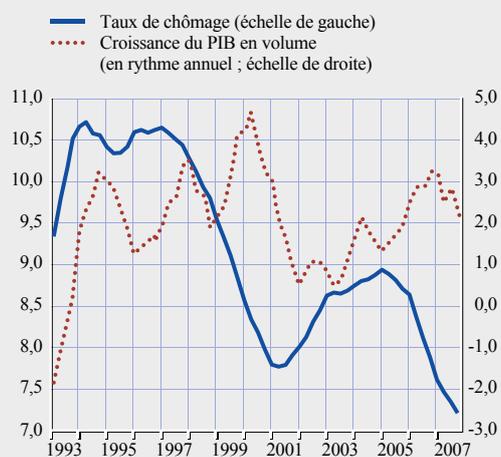
### LE REcul DU CHÔmage DANS LA ZONE EURO AU COURS DES DERNIÈRES ANNÉES

Au cours des neuf dernières années, l'emploi dans la zone euro a progressé de 1,3 % par an, en moyenne. Depuis le deuxième trimestre 2003, le taux de chômage de la zone euro a baissé de 1,5 point de pourcentage pour revenir à 7,2 % en décembre 2007. Cette évolution s'explique non seulement par la reprise économique en cours mais également par l'effet de la persistance d'une évolution modérée des salaires ainsi que par les réformes du marché du travail dans la zone euro.

S'agissant des évolutions du chômage au cours des dernières années, il est possible de distinguer deux périodes (cf. graphique A). La première, au cours de laquelle le taux de chômage a poursuivi une lente progression, malgré l'accélération de l'activité, s'étend de mi-2003 à début 2005. Elle succède à une période où le taux de chômage s'était fortement accru, passant d'un point bas de 7,8 % mi-2001 à 8,7 % mi-2003. La seconde période, au cours de laquelle le taux de chômage a fortement diminué dans un contexte de croissance économique soutenue pour revenir à des niveaux qui n'avaient plus été enregistrés depuis le début des années quatre-vingt, s'étend de début 2005 à 2007. En données absolues, le nombre de chômeurs a diminué de près de 1,6 million de personnes depuis juin 2003, ce qui a permis d'absorber la hausse enregistrée de mi-2001 à mi-2003. Le présent encadré examine le recul du chômage dans la zone euro depuis 2003, en s'attachant notamment aux évolutions en fonction de l'âge, du sexe, des qualifications et de la durée.

**Graphique A Taux de chômage de la zone euro et croissance du PIB**

(en pourcentage ; variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat  
Note : Chômage en pourcentage de la population active

## La forte croissance de l'emploi explique en grande partie la diminution du chômage

La diminution du chômage trouve son origine dans la croissance vigoureuse de l'emploi. L'emploi total a progressé à un rythme trimestriel de 0,3 % en moyenne depuis mi-2003, contre seulement 0,1 % entre mi-2001 et mi-2003. Cela correspond à une augmentation de plus de 7,5 millions de personnes employées. Au niveau sectoriel, le secteur des services est à l'origine de près de 85 % de la hausse de l'emploi, le reste résultant de créations d'emplois dans le secteur de la construction. L'emploi dans l'agriculture et dans l'industrie hors construction a continué d'afficher une tendance à la baisse.

Il est intéressant de souligner que la baisse du chômage est intervenue dans un contexte de hausse continue de la population active, même si certains signes de décélération sont apparus au cours des deux dernières années. En raison essentiellement de la progression du taux d'activité, la croissance de la population active est demeurée soutenue depuis début 2003, s'établissant à un taux annuel moyen légèrement supérieur à 0,9 %. En d'autres termes, le dynamisme de l'emploi depuis 2003 a non seulement permis d'absorber la hausse de la population active mais a également entraîné une baisse significative du chômage.

## Tous les groupes bénéficient des améliorations sur le marché du travail

Tous les groupes concernés ont enregistré des baisses de leur taux de chômage depuis 2003, notamment les catégories les plus affectées par un chômage élevé, à savoir les jeunes et les femmes. Toutefois, les différences entre les groupes en matière de taux de chômage sont encore significatives (cf. tableau).

Le chômage des jeunes (âgés de moins de 25 ans), qui est près de deux fois plus élevé que le taux de chômage global dans la zone euro, a diminué, revenant de 16,5 % en juin 2003 à 14,3 % en décembre 2007. Dans l'ensemble, près du tiers de la baisse totale du chômage est imputable à ce groupe. Le taux de chômage des femmes a baissé de 1,9 point de pourcentage, pour s'établir à 8,0 %, entre juin 2003 et décembre 2007, fléchissement nettement plus marqué

## Taux de chômage de la zone euro en fonction du sexe, de la tranche d'âge et du niveau de qualification

(en pourcentage ; en points de pourcentage)

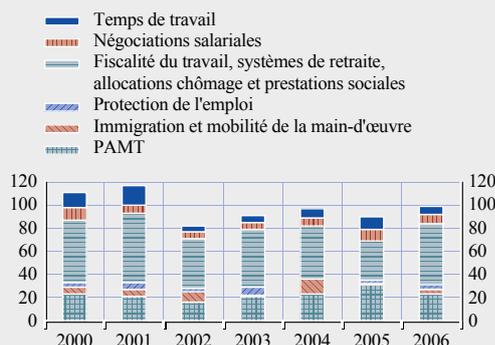
	Âge	2003	2005	2007	Variation 2003-07
<b>Ensemble</b>	Plus de 15 ans	8,7	9,0	7,2	-1,5
<b>Hommes</b>	Plus de 15 ans	7,7	8,2	6,5	-1,2
<b>Femmes</b>	Plus de 15 ans	9,9	10,0	8,0	-1,9
<b>Jeunes</b>	15-24	16,5	17,6	14,3	-2,2
<b>Seniors</b>	55-64	7,4	7,5	6,1	-1,3
<b>Niveaux de qualification</b>	25-64				
Inférieur au niveau d'enseignement secondaire		10,3	10,2	9,1	-1,2
Niveau d'enseignement secondaire au minimum		7,7	7,9	6,2	-1,5
Niveau d'enseignement supérieur		5,2	5,0	4,0	-1,2
<b>Ratio de chômage à long terme</b>	Plus de 15 ans	44,2	45,4	44,4	0,2

Source : Eurostat

Note : Les données pour 2003, 2005 et 2007 se rapportent respectivement à juin, mars et décembre et sont tirées des statistiques de taux de chômage harmonisé pour toutes les catégories excepté les seniors, la ventilation par niveau de qualification et le chômage à long terme pour lesquels les données se rapportent à mars dans tous les cas et sont tirées des données issues de l'enquête de l'UE sur la population active.

### Graphique B Intensité des réformes dans la zone euro <sup>1)</sup> et distribution par type de réforme, 2000-2006

(nombre de réformes mises en œuvre)



Source : Calculs de la BCE d'après la base de données LABREF  
1) Comprend la Slovénie.

que celui enregistré pour les hommes. Ces deux groupes, les jeunes et les femmes, ont continué de bénéficier de l'assouplissement des réglementations applicables aux contrats à durée déterminée et de l'introduction de mesures visant à promouvoir l'emploi à temps partiel, qui ont accru leur employabilité. Ils ont également profité de la hausse structurelle de l'emploi dans le secteur des services.

De façon moins positive, le ratio des chômeurs de longue durée par rapport au nombre total de chômeurs est resté globalement inchangé entre 2003 et 2007, à un niveau légèrement supérieur à 44 %, ce qui est très élevé par rapport à d'autres zones économiques. Toutefois, le ratio des personnes sans emploi depuis plus

d'un an par rapport au chômage total a diminué de 1,0 point de pourcentage depuis 2005. Cela indique que les personnes appartenant à ce groupe bénéficient de la reprise économique avec un certain décalage. Ainsi que le montre la diminution tendancielle, les chômeurs de longue durée bénéficient également des réformes du marché du travail visant notamment à améliorer l'employabilité des groupes les plus vulnérables et à accroître les incitations à travailler.

### L'adoption de réformes supplémentaires et la poursuite de la modération salariale sont nécessaires pour favoriser une nouvelle diminution du chômage

Globalement, la diminution du chômage depuis mi-2003 a été importante. Outre la modération salariale, la poursuite durable de cette baisse au cours des prochaines années nécessitera de nouvelles réformes des marchés du travail et des produits de la zone euro. La Commission européenne a récemment établi une base de données (appelée LABREF), qui recense les principales caractéristiques des politiques initiées depuis l'année 2000, en se concentrant sur leur conception, leur portée et leur durée<sup>1</sup>. Le graphique B montre que le nombre total des changements de politique sur les marchés du travail de la zone euro s'est élevé en moyenne à 98 mesures mises en œuvre entre 2000 et 2006. Ces mesures portaient essentiellement sur les politiques actives du marché du travail (notamment les initiatives concernant les services publics pour l'emploi et la formation), suivies par les systèmes de retraite (concernant notamment le montant et les critères d'éligibilité) et la fiscalité du travail (sous la forme de politiques touchant principalement l'imposition sur le revenu et les cotisations sociales des employeurs).

Même si plusieurs pays de la zone euro ont réalisé des progrès dans l'adoption et la mise en œuvre des réformes structurelles, de nouveaux efforts sont nécessaires dans un certain nombre de domaines. Les réformes doivent notamment permettre d'accroître les opportunités d'emploi pour les jeunes et les femmes. Il est donc essentiel que chaque pays de la zone euro s'attache à éliminer les distorsions de marché et à mettre en œuvre de façon rigoureuse les Programmes nationaux

<sup>1</sup> Les réformes ont été classées selon huit grands axes, couvrant la fiscalité du travail, les systèmes d'allocation chômage (ainsi que les autres prestations sociales), les programmes actifs du marché du travail, la protection de l'emploi, les régimes de retraite, les négociations salariales, l'organisation du temps de travail, les politiques de migration et la mobilité de la main-d'œuvre ; au sein de ces grands domaines, un ensemble de 36 domaines d'intervention est analysé.

de réforme qui sont au cœur du processus de Lisbonne. Les progrès en termes de modification de la législation sur la protection de l'emploi et de mise en place d'incitations à travailler, par le biais des régimes de prélèvements obligatoires et de protection sociale, ont été assez limités. Des réformes vigoureuses dans ces domaines pourraient largement contribuer à la flexibilité des marchés du travail et soutenir la capacité d'ajustement des pays de la zone euro. Par ailleurs, il est nécessaire d'intensifier les efforts visant à achever et à approfondir le marché intérieur des biens et des services de l'UE et à développer la recherche-développement et l'innovation afin d'accroître la productivité et les opportunités d'emploi. Les réformes des systèmes de négociation salariale visant à éliminer les rigidités sont également opportunes en raison de leur importance dans la réduction des différentiels de taux de chômage entre les groupes.

La croissance de la productivité du travail dans l'ensemble de l'économie, mesurée par le PIB en volume divisé par l'emploi total, n'a été que de 0,8 % en 2007, après 1,3 % en 2006, où un record avait été atteint au quatrième trimestre, avec un taux annuel de croissance de 1,6 %. L'accélération observée en 2006, largement liée à la reprise conjoncturelle de l'économie de la zone euro, s'est avérée de courte durée et le taux de croissance annuel est retombé à 0,6 % au quatrième trimestre 2007.

## 2.5 LES ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES

### POURSUITE DE L'AMÉLIORATION BUDGÉTAIRE EN 2007

Les évolutions budgétaires en 2007 ont continué d'être relativement favorables, essentiellement en raison de la vigueur de l'activité économique, de nouvelles recettes exceptionnelles, d'efforts d'assainissement et de la dissipation des facteurs temporaires qui avaient aggravé le déficit italien en 2006. Selon les programmes de stabilité actualisés des pays de la zone euro, le déficit moyen des administrations publiques de la zone euro est revenu à 0,8 % du PIB en 2007 contre 1,5 % en 2006 (cf. tableau 5)<sup>8</sup>. En Italie et au Portugal, les deux pays de la zone euro soumis à la procédure de déficit excessif, le déficit a reculé, à 2,4 % et 3 % du PIB, respectivement. Dans le cas de l'Italie, selon les dernières estimations, le déficit est revenu à 1,9 % du PIB. Dans celui de la Belgique, le déficit et la dette se sont élevés à, respectivement, 0,1 % et 85,1 % du PIB, d'après les dernières estimations. Aucun pays participant à la zone euro n'a enregistré de

déficit supérieur à 3 % du PIB en 2007, situation qui n'avait plus été observée depuis 2000 (hors produits des cessions de licences UMTS).

En comparant les chiffres 2007 avec les cibles inscrites dans les programmes de stabilité actualisés fin 2006 et début 2007, le déficit moyen de la zone euro s'est amélioré de 0,7 point de pourcentage du PIB. Cette amélioration résulte principalement d'un effet de base, qui reflète les résultats meilleurs que prévu enregistrés en 2006. Des résultats supérieurs aux prévisions ont été atteints en 2007 dans la majorité des pays, plus particulièrement en Allemagne, au Luxembourg et en Finlande.

Dans ce contexte, le ratio moyen de dette publique dans la zone euro a diminué de près de 2 points de pourcentage pour s'inscrire à 66,7 %, soit le plus faible niveau d'endettement en pourcentage du PIB depuis le début de la phase III de l'UEM en 1999. La France et les pays faiblement endettés que sont l'Irlande et le Luxembourg ont fait exception à cette orientation à la baisse. En outre, le ratio de dette est demeuré supérieur à la valeur de référence de 60 % du PIB dans six pays. Malgré l'amélioration des résultats budgétaires, l'activité d'émission de dette publique dans la zone euro a progressé en 2007 (cf. encadré 7).

Le solde budgétaire structurel moyen (ajusté du cycle et déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires) dans la zone euro

<sup>8</sup> Les chiffres de 2007 dans les programmes de stabilité reposent sur des estimations et peuvent donc différer des résultats définitifs.

**Tableau 5 Situation budgétaire dans la zone euro**

(en pourcentage du PIB)

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

	2005	2006	2007
Zone euro	-2,5	-1,5	-0,8
Belgique	-2,3	0,4	-0,3
Allemagne	-3,4	-1,6	0,0
Irlande	1,2	2,9	0,5
Grèce	-5,1	-2,5	-2,7
Espagne	1,0	1,8	1,8
France	-2,9	-2,5	-2,4
Italie	-4,2	-4,4	-2,4
Luxembourg	-0,1	0,7	1,0
Pays-Bas	-0,3	0,6	-0,4
Autriche	-1,6	-1,4	-0,7
Portugal	-6,1	-3,9	-3,0
Slovénie	-1,5	-1,2	-0,6
Finlande	2,7	3,8	4,5

**Dette brute des administrations publiques**

	2005	2006	2007
Zone euro	70,3	68,6	66,7
Belgique	92,2	88,2	84,6
Allemagne	67,8	67,5	65,0
Irlande	27,4	25,1	25,1
Grèce	98,0	95,3	93,4
Espagne	43,0	39,7	36,2
France	66,7	64,2	64,2
Italie	106,2	106,8	105,0
Luxembourg	6,2	6,6	6,9
Pays-Bas	52,3	47,9	46,8
Autriche	63,4	61,7	59,9
Portugal	63,7	64,8	64,4
Slovénie	27,4	27,1	25,6
Finlande	41,4	39,2	35,3

Sources : Commission européenne (pour la période 2005-2006 ; 2007 pour la Belgique), programmes de stabilité actualisés (pour 2007) et calculs de la BCE

Note : Les données figurant dans les programmes de stabilité pour 2007 reposent sur des estimations et peuvent donc différer des résultats définitifs.

**Encadré 7****LES ÉVOLUTIONS DES ÉMISSIONS DE TITRES DE CRÉANCE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET LES ÉCARTS DE RENDEMENTS OBLIGATAIRES DANS LA ZONE EURO**

Dans un environnement caractérisé par des hausses de taux d'intérêt sur la majeure partie de l'année, les émissions nettes de titres de créance par les administrations publiques de la zone euro ont augmenté en 2007. La progression a été particulièrement marquée pour les émissions à court terme. En termes nets, le taux de croissance des émissions de titres par les administrations publiques de la zone euro est ressorti à 2,8 % en décembre 2007, soit seulement 0,4 point de pourcentage au-dessus du niveau observé en 2006 (cf. tableau A)<sup>1</sup>. Néanmoins, le ratio de dette publique a fléchi dans la plupart des pays de la zone euro dans le contexte d'une croissance économique soutenue.

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

**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
Total administrations									
centrales	3,4	2,7	3,2	5,0	5,5	5,8	4,6	2,4	2,8
<i>Long terme</i>	5,6	3,5	2,9	3,9	4,8	6,1	5,4	3,4	2,3
Taux fixe		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,3	3,5	2,0
Taux variable		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4
<i>Court terme</i>	-16,5	-7,1	8,5	18,4	13,5	2,3	-3,9	-8,8	9,4

Source : BCE.

Une des raisons à l'origine de l'augmentation du pourcentage d'émissions de titres de créance à court terme par rapport aux titres de créance à long terme par les administrations publiques en 2007 pourrait résider dans la hausse des taux d'intérêt à long terme au premier semestre de l'année. Par conséquent, en présence d'une courbe des taux très pentue, le rythme annuel de croissance des titres de créance à long terme est revenu de 3,4 % en 2006 à 2,3 % en 2007, tandis que le taux de croissance annuel des titres de créance à court terme a fortement augmenté, et est même devenu positif en 2007.

Une analyse de la structure des encours de titres de créance émis par les administrations publiques révèle que ces émissions sont majoritairement le fait des administrations centrales. En 2007, elles représentaient 93,5 % des encours de titres de créance, contre 6,5 % pour les autres sous-secteurs des administrations publiques. Ces sous-secteurs sont toutefois devenus progressivement plus actifs, leurs émissions de titres de créance ayant à peu près doublé au cours de la période 1999-2006 tandis que celles des administrations centrales affichaient une baisse régulière.

En général, les pays n'ont pas modifié l'orientation en matière de gestion de leur dette à long terme. En 2007, la dette à long terme représentait quelque 92,5 % des encours de titres de créance, soit un peu moins qu'en 2006. Cependant, la proportion de titres de créance à court terme a augmenté, passant de 7,1 % en 2006 à 7,5 % en 2007 (cf. tableau B). Le tableau B montre également que la très grande majorité des titres de créance à long terme émis par les administrations publiques sont assortis d'un taux fixe. La part des émissions à taux variable a légèrement augmenté en 2007, prolongeant ainsi l'orientation à la hausse qui avait débuté en 2004.

Afin d'illustrer l'incidence de la hausse des taux d'intérêt sur le paiement des intérêts de la dette des administrations publiques, la variation des paiements d'intérêts peut être décomposée ainsi : 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 résiduel<sup>2</sup>. Le graphique A montre qu'en 2007, pour la première fois depuis 2000, la variation des taux d'intérêt a apporté une contribution positive à la variation globale de la charge d'intérêts. En outre, l'incidence de la modification des taux d'intérêt a été supérieure à l'effet de la variation de la dette.

En ce qui concerne les différences entre pays, les emprunts publics à dix ans de l'État fédéral allemand ont affiché les rendements moyens les plus faibles de tous les pays de la zone euro à

2 La variation des paiements d'intérêts, 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 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
Administrations centrales	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,9	93,5	93,5
<i>Titres à long terme</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86	86,5	86,1
<i>Titres à court terme</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	7,0	7,4
Autres administrations publiques	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,1	6,5	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
<i>Titres à court terme</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total administrations publiques									
<i>Long terme</i>	92,3	93,0	92,7	91,7	91,1	91,4	92,1	92,9	92,5
Taux fixe	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3
Taux variable	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2
<i>Court terme</i>	7,7	7,0	7,3	8,3	8,9	8,6	7,9	7,1	7,5
Total administrations publiques en milliards d'euros	3 453,3	3 549,0	3 775,3	3 949,2	4 151,6	4 386,6	4 602,9	4 704,8	4 835,0

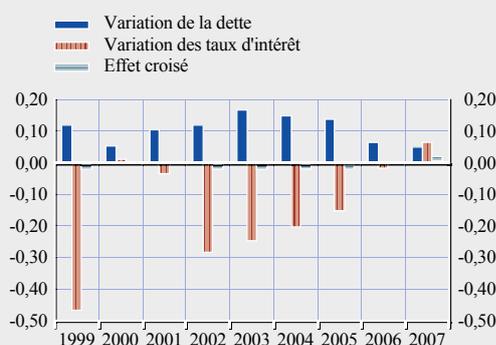
Source : BCE.

ce jour, essentiellement en raison de la plus forte liquidité de ces obligations et du statut de titres de référence qui leur est attaché. Le graphique B présente les écarts de rendement entre les titres d'emprunts publics allemands et ceux des obligations de même nature des autres pays de la zone euro faisant l'objet d'une procédure de déficit excessif (PDE) à fin 2006.

Les écarts entre les rendements des emprunts publics des pays de la zone euro reflètent au bout du compte les différences en matière de risques de liquidité et de crédit. Deux tendances se dessinent en matière d'écarts de rendement des emprunts publics en 2007. Au premier semestre, ces écarts ont présenté une tendance à la baisse dans certains pays de la zone euro. Toutefois, lors des turbulences du second semestre 2007 sur les marchés de capitaux et en raison d'une réappréciation générale des risques, ils ont augmenté, en particulier en Grèce, en France, en Italie et au Portugal. Les baisses observées vers la fin septembre se sont inversées en novembre, à la suite du regain d'inquiétude qui a saisi les investisseurs en raison des perturbations des marchés du crédit.

**Graphique A Décomposition de la variation de la charge d'intérêts**

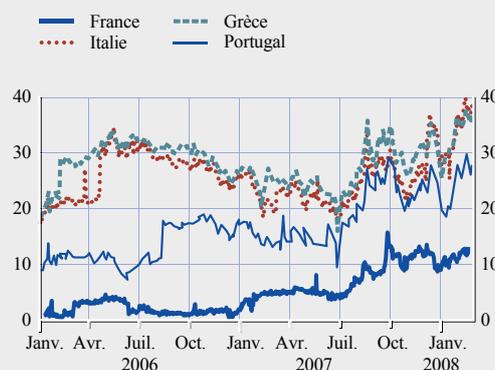
(en pourcentage du PIB ; données annuelles)



Sources : Base AMECO de la Commission européenne et calculs de la BCE

**Graphique B Écarts de rendement des emprunts publics par rapport à l'Allemagne**

(en points de base; données quotidiennes)



Sources : Reuters et calculs de la BCE

Afin de confirmer le creusement récent des écarts de rendement entre les emprunts publics, le graphique C illustre les écarts de taux des *swaps* sur défaillance (*Credit Default Swaps* ou *CDS*) souverains. Par construction, ces écarts peuvent également être considérés comme des indicateurs du risque de crédit lié à la détention de titres publics correspondants. Dans cette démonstration, les écarts de taux des CDS souverains présentent l'avantage de ne pas être faussés par les modifications 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. Conformément à l'analyse des écarts de rendements des emprunts publics qui précède, les écarts de rendements des CDS ont également progressé depuis l'été 2007 pour les pays susmentionnés et ont poursuivi cette tendance haussière début 2008.

**Graphique C Swaps sur défaillance (CDS) souverains**

(en points de base; données quotidiennes)



Source : Bloomberg

est revenu de -1,2 % du PIB en 2006 à -0,8 % en 2007. Plutôt que des mesures concrètes d'assainissement relatives aux dépenses, cette amélioration reflète une forte croissance des recettes fiscales, supérieure à celle explicable par les hypothèses d'évolution des assiettes fiscales macroéconomiques. L'examen des évolutions dans les différents pays fait apparaître une amélioration substantielle des soldes structurels, égale ou supérieure à 0,5 point de pourcentage de PIB, en Allemagne, en Grèce, en Italie, au Portugal et en Slovaquie. En revanche, un assouplissement budgétaire structurel significatif, de plus de 1 point de pourcentage de PIB, est intervenu en Irlande et aux Pays-Bas. Une faible majorité de pays de la zone euro ont atteint ou continué de respecter leur objectif budgétaire à moyen terme (OMT).

**UN ARRÊT DE L'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE EST ATTENDU EN 2008**

Les prévisions budgétaires des pays de la zone euro pour 2008, définies dans les programmes de stabilité actualisés fin 2007, font état d'une interruption du recul du déficit public moyen de la zone euro observé depuis 2004, le déficit ressortant en légère hausse à 0,9 % du PIB. Les dépenses et les recettes publiques devraient

diminuer dans des proportions équivalentes (0,25 point de pourcentage de PIB). La croissance économique devant être globalement conforme à la croissance potentielle, la quasi-stabilisation du déficit moyen de la zone euro reflète un ralentissement, voire un revirement, des efforts d'assainissement dans certains pays et une diminution des excédents dans d'autres pays. Dans ce contexte, le ratio moyen de dette publique dans la zone euro devrait baisser moins vite en 2008, de quelque 1,5 point de pourcentage, pour s'inscrire à 65,1 % du PIB.

Plus précisément, aucun progrès significatif dans l'assainissement des finances publiques n'est attendu en France ou en Italie, ce qui se traduirait par des déficits globaux assez proches de la valeur de référence de 3 % du PIB, comme dans le cas du Portugal. Les progrès dans les autres pays n'ayant pas encore atteint leur OMT devraient être assez limités en moyenne, les soldes budgétaires structurels se détériorant même dans certains cas. Le nombre de pays respectant leur OMT devrait baisser à la suite de la dégradation de la situation budgétaire en Allemagne et en Irlande.

### **DES EFFORTS PLUS AMBITIEUX SONT NÉCESSAIRES EN MATIÈRE D'ASSAINISSEMENT BUDGÉTAIRE**

Selon les programmes de stabilité actualisés, l'environnement macroéconomique en 2008 demeure favorable à de rapides progrès dans la réalisation des OMT définis par les pays de la zone euro. Le Pacte de stabilité et de croissance fixe comme référence aux pays de la zone euro une amélioration annuelle du solde structurel à hauteur de 0,5 % du PIB, des efforts d'assainissement plus importants devant être réalisés dans les périodes de conjoncture favorable. En avril 2007, les ministres de l'Eurogroupe ont réaffirmé leur engagement de mener des politiques budgétaires saines conformément aux dispositions du Pacte de stabilité et de croissance. Ils ont reconnu que la zone euro connaissait une période économique favorable et ont entrepris de mettre pleinement à profit le contexte économique bien orienté et les recettes fiscales supérieures aux attentes pour accélérer le rythme de réduction du déficit et de la dette. Les ministres des Finances de l'Eurogroupe se sont engagés sur l'objectif de réalisation de leur OMT en 2008 ou 2009 pour la plupart des membres de la zone euro, tous devant viser l'échéance 2010 au plus tard. Les pays membres ayant déjà atteint leur OMT sont censés maintenir cette situation budgétaire saine afin d'éviter un assouplissement budgétaire en période de conjoncture favorable. En octobre 2007, le Conseil Ecofin a convenu d'un certain nombre de mesures opportunes destinées à améliorer l'efficacité du Pacte de stabilité et de croissance, en particulier en renforçant le volet préventif. Les ministres ont également confirmé la nécessité de se conformer à la référence de 0,5 % du PIB par an fixée en matière d'assainissement structurel. L'incertitude qui entoure les conséquences sur l'économie et les finances publiques des perturbations affectant les marchés de capitaux depuis l'été 2007 souligne la nécessité d'une plus grande prudence dans la définition des politiques budgétaires.

Les pays de la zone euro qui restent soumis à une procédure de déficit excessif doivent ramener leur ratio de déficit au-dessous de la valeur de

référence de 3 % du PIB de manière durable. Ils doivent également se conformer à la référence de 0,5 % du PIB en matière d'amélioration du solde structurel et aux exigences supplémentaires en matière d'assainissement définies par les recommandations respectives du Conseil Ecofin. Pour écarter le risque de dépassement dans un avenir proche de la valeur de référence en matière de déficit, il est essentiel de continuer à progresser sur la voie de l'assainissement des finances publiques après avoir ramené le déficit à un niveau inférieur à 3 % du PIB. Si tel n'était pas le cas, des évolutions défavorables pourraient rapidement entraîner à nouveau le déficit au-dessus de cette valeur. Les prévisions actuelles figurant dans les programmes de stabilité des deux pays soumis à une procédure de déficit excessif, Italie et Portugal, font état pour 2008 de déficits inférieurs à 3 % du PIB, mais toujours assez élevés et nécessitant de nouvelles mesures d'assainissement.

Les autres pays de la zone euro qui n'ont pas atteint leur objectif de moyen terme en 2007 doivent suivre une stratégie d'assainissement conforme aux exigences du Pacte de stabilité et de croissance. Cela implique un assainissement structurel de référence de 0,5 % du PIB par an, des efforts d'assainissement plus importants devant être engagés par les pays bénéficiant d'une conjoncture favorable. En outre, comme indiqué plus haut, les pays de la zone euro doivent atteindre leur OMT au plus tard en 2010. Le respect de ces engagements politiques semble limité, au vu de la dernière actualisation des programmes de stabilité. En particulier, l'Irlande, la Grèce, la France et l'Italie ne devraient pas atteindre leur OMT en 2010, et l'ajustement budgétaire structurel en 2008 ne respecterait pas la valeur de référence de 0,5 % du PIB en Belgique, en France, en Italie et en Autriche. Ces évolutions sont d'autant plus décevantes que certains pays continuent de bénéficier de recettes exceptionnellement abondantes qui améliorent les soldes budgétaires structurels, bien que leur renouvellement soit loin d'être assuré. Le non-respect des exigences du Pacte de stabilité et de croissance et les engagements politiques

récents font peser des risques sérieux sur la crédibilité du volet préventif du pacte.

Il convient que les pays de la zone euro ayant déjà atteint leur OMT évitent de mener des politiques budgétaires procycliques, qui alimenteraient l'inflation et les déséquilibres macroéconomiques, en période de conjoncture favorable. Le libre jeu des stabilisateurs automatiques devrait contribuer au lissage des fluctuations macroéconomiques. Certains des pays qui ont atteint leur OMT en 2007 prévoient de s'écarter de cette situation budgétaire structurelle en 2008.

Des efforts plus déterminés des pays de la zone euro pour atteindre et conserver des finances publiques saines ne sont pas seulement nécessaires du point de vue de la stabilisation macroéconomique à court terme, en permettant le libre jeu des stabilisateurs automatiques, mais également en raison du besoin d'amélioration de la soutenabilité budgétaire à long terme. Une diminution de la charge de la dette publique pourrait compenser en partie les pressions sur les dépenses exercées par le vieillissement de la population dans les décennies à venir. D'autres mesures nécessaires à l'amélioration de la soutenabilité budgétaire concernent les réformes dans les domaines des systèmes de santé et des régimes de retraite et l'augmentation de l'offre de travail effective. L'incapacité d'agir en temps opportun pour faire face aux conséquences budgétaires du vieillissement mettrait en danger la soutenabilité des finances publiques et accroîtrait la charge pesant sur les générations futures.

Des indications selon lesquelles la forte croissance des recettes a été utilisée en partie pour financer des dépenses publiques supplémentaires dans certains pays dénotent un risque de politiques budgétaires expansionnistes et de répétition des erreurs de politique économique des années 2000-2001 quand les marges de sécurité s'étaient effritées, faisant passer plusieurs pays sous le coup de la procédure de déficit excessif lorsque la situation économique s'était détériorée (cf. encadré 8). À cet égard, un cadre budgétaire national de moyen terme contraignant, sous réserve qu'il

soit bien conçu et rigoureusement appliqué, peut contribuer à contrecarrer les pressions internes poussant à l'affectation des recettes exceptionnelles à des dépenses supplémentaires ou à des réductions d'impôts, et concourir à créer une marge budgétaire suffisamment ample en-deçà de la valeur de référence de 3 % du PIB. Pour y parvenir, ces règles doivent être édictées *ex ante*, et pourraient comporter des règles d'affectation des excédents de recettes exceptionnelles à la réduction du déficit et de la dette. L'augmentation des dépenses dans les domaines prioritaires ou les réductions d'impôts et de cotisations sociales pour améliorer la qualité des finances publiques devraient être financées essentiellement par des réductions de dépenses afin d'éviter d'accroître la charge fiscale et/ou les déficits budgétaires. Améliorer l'efficacité de la fourniture des services publics en général, et de l'administration en particulier, ainsi que de la structure des recettes publiques, constitue une méthode efficace pour dégager des ressources budgétaires à des fins plus productives.

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

### POURSUITE DE L'APPRÉCIATION DE L'EURO EN TERMES EFFECTIFS EN 2007

Après avoir quelque peu fléchi courant 2005 par rapport à son niveau record de fin 2004, le taux de change effectif nominal de l'euro est globalement reparti à la hausse au cours de l'année 2006. Dans un premier temps, l'euro a continué de s'apprécier en 2007, en s'appuyant sur le renforcement de la dynamique initiée l'année précédente. La tendance haussière s'est brièvement interrompue entre mai et la mi-août, le taux de change de l'euro évoluant au sein d'une fourchette relativement étroite. Dans le contexte des turbulences sur les marchés de capitaux internationaux, l'euro s'est déprécié en août avant de s'apprécier fortement durant le reste de l'année. Fin 2007, l'euro s'inscrivait, en termes effectifs nominaux, en hausse de 6,3 % par rapport à son niveau de début janvier et de 8,2 % par rapport à sa moyenne de 2006. Le mouvement d'appréciation a été particulièrement prononcé vis-à-vis du dollar des États-Unis. En outre, l'euro

## Encadré 8

### LES ENSEIGNEMENTS DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE MENÉE EN 2000-2001

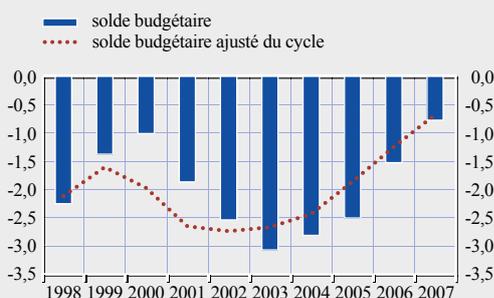
En 2007, le déficit des administrations publiques de la zone euro devrait avoir été ramené à 0,8 % du PIB. Hors incidence des recettes tirées des cessions de licences UMTS, ce niveau est inférieur à celui atteint en 2000, lors du pic du cycle économique précédent (cf. graphique A). Il est essentiel d'éviter, à l'avenir, la répétition des erreurs commises en matière de politique budgétaire au début de cette décennie, qui a été marquée par une rapide détérioration des finances publiques et par des déficits excessifs dans un certain nombre de pays. À cet égard, l'expérience montre qu'il existe une tendance à surestimer la solidité de la position sous-jacente des finances publiques en période faste, de sorte que la plus grande prudence s'impose en matière de politique budgétaire quand la situation économique est favorable.

En 1999-2000, au point haut du dernier cycle économique, un certain nombre de pays ont adopté des mesures budgétaires expansionnistes (essentiellement sous la forme de réductions d'impôts). Ces mesures étaient considérées comme « soutenables » compte tenu du caractère favorable des projections économiques et des estimations relatives aux situations budgétaires sous-jacentes (ajustées du cycle) ont on disposait alors. Rétrospectivement, toutefois, on constate que la solidité des situations budgétaires sous-jacentes était surestimée. Lorsque l'économie de la zone euro a amorcé un ralentissement qui n'était pas prévu, les soldes budgétaires se sont rapidement détériorés et plusieurs pays n'ont pas tardé à dépasser la valeur de référence de 3 % du PIB pour le déficit (cf. graphique B, colonne de gauche).

Deux problèmes techniques compliquent l'estimation précise d'un solde budgétaire « véritablement » ajusté du cycle. Le premier a trait à la difficulté d'évaluer en temps réel la position de l'économie dans le cycle. À l'automne 2000, la Commission européenne, ainsi que la plupart des prévisionnistes professionnels, s'attendaient à une poursuite de l'amélioration de la situation budgétaire de la zone euro. Leur diagnostic reposait sur l'hypothèse que l'écart de production, et donc la composante conjoncturelle du solde budgétaire, était proche de zéro et que, dans un proche avenir, la situation économique continuerait à exercer une influence

**Graphique A Évolutions budgétaires 1998-2007**

(en pourcentage du PIB)

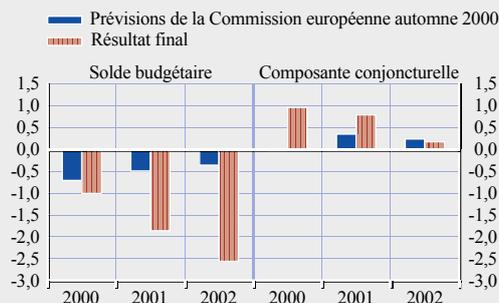


Sources : Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE

Note : Les chiffres du solde budgétaire excluent les cessions de licences UMTS.

**Graphique B Solde budgétaire et composante conjoncturelle**

(en pourcentage du PIB)



Sources : Commission européenne (base de données AMECO) et calculs de la BCE

Note : Les chiffres du solde budgétaire excluent les cessions de licences UMTS.

positive sur le solde budgétaire. Or, à compter de 2001, l'économie de la zone euro est entrée dans une phase de ralentissement. Cette évolution a donné lieu à d'importantes révisions *ex post* des estimations de l'écart de production et de la composante conjoncturelle du solde budgétaire (cf. graphique B, colonne de droite). Dès lors, le résultat définitif pour 2000 reflétait en fait une forte incidence conjoncturelle positive à hauteur de quelque 1 % du PIB. En revanche, selon les estimations, la contribution de la composante conjoncturelle devait être nulle cette année.

L'autre raison tient à l'incertitude concernant l'évolution des recettes fiscales au fil du cycle économique. Les prévisions et les méthodes courantes d'ajustement conjoncturel se fondent généralement sur l'hypothèse d'une relation relativement stable entre le taux de croissance des recettes fiscales et le taux de croissance du PIB ou, dans les méthodes désagrégées, le taux de croissance d'autres grandeurs macroéconomiques, qui sont aussi des agrégats des comptes nationaux. Toutefois, il s'est avéré que, pendant les périodes de forte croissance, les impôts sur les bénéfices et les plus-values augmentent à un rythme plus rapide que les grandeurs macroéconomiques retenues et diminuent ensuite fortement au cours de la phase de ralentissement ultérieure. La survenue et l'ampleur de ces effets peuvent difficilement être prévues, car elles dépendent de facteurs tels que le choix du moment auquel sont réalisées les plus-values et de règles fiscales complexes, permettant habituellement de compenser les bénéfices enregistrés une année par les pertes des années précédentes. Une ventilation des variations du ratio des recettes publiques rapportées au PIB depuis 2000 suggère que les baisses de recettes enregistrées en 2000 et 2001 ont été principalement imputables aux réductions d'impôts, mais qu'elles ont été accentuées par d'autres facteurs qui ont pesé sur les recettes fiscales, en particulier en 2002. En revanche, en 2005 et 2006, le ratio recettes fiscales/PIB a fortement augmenté, malgré une relative absence de mesures de relèvement de la fiscalité. L'éventualité d'une disparition de ces ressources dans un proche avenir représente un risque à la baisse pour les perspectives budgétaires actuelles.

Par conséquent, l'un des enseignements importants à tirer des erreurs commises en 2000-2001 en matière de politique budgétaire est que l'on doit se garder d'interpréter les améliorations des finances publiques en période faste comme étant de nature structurelle, même si les évolutions des soldes ajustés du cycle tendent à l'indiquer. Comme l'Eurogroupe l'a reconnu en avril 2007, il conviendrait d'affecter prioritairement les recettes fiscales exceptionnellement élevées réalisées pendant les périodes favorables à la réduction des déficits et de la dette plutôt qu'à l'augmentation des dépenses ou à la diminution de la fiscalité dans des proportions qui peuvent s'avérer non soutenables.

s'est également fortement apprécié contre la livre sterling. L'appréciation a été plus modérée contre le yen japonais, le renminbi chinois et le franc suisse.

L'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar des États-Unis s'explique dans une large mesure par un changement d'analyse du marché quant aux perspectives économiques relatives des deux zones, en faveur de la zone euro, et par les évolutions des écarts de taux d'intérêt. En outre, la persistance d'un déficit élevé du compte

courant des États-Unis a probablement contribué, dans une certaine mesure, à la faiblesse de la monnaie américaine. Dans les premiers mois de l'année, des données relativement bien orientées dans la zone euro ont ainsi contrasté avec des données plus mitigées aux États-Unis, ce qui a entraîné un resserrement des écarts de taux d'intérêt entre les deux zones. Entre mai et la mi-août, le taux de change de l'euro contre le dollar a subi quelques fluctuations, les opérateurs de marché ayant révisé leur jugement

concernant la vigueur conjoncturelle relative des deux économies. Après une courte période initiale de dépréciation, liée aux turbulences financières déclenchées par les inquiétudes liées aux conditions de liquidité sur les marchés monétaire et du crédit au niveau mondial, l'euro s'est fortement apprécié contre la monnaie américaine entre fin août et fin novembre. L'affaiblissement du dollar semble avoir été due à la révision à la baisse des anticipations des opérateurs de marché relatives aux perspectives de croissance de l'économie américaine, en particulier à la suite de la publication d'une série d'indicateurs économiques décevants concernant le marché immobilier et le marché du travail aux États-Unis. Après avoir atteint USD 1,49 le 27 novembre 2007, la monnaie unique s'est légèrement dépréciée pour s'établir à USD 1,47 le 31 décembre 2007, soit 11,8 % au-dessus de son niveau du début de l'année.

L'euro s'est également raffermi contre le yen japonais en 2007, dans un contexte de forte volatilité à court terme. Le changement d'attitude des investisseurs internationaux à l'égard du risque et la perte d'attrait des opérations de portage sur les marchés de change (*carry-trade*) ont été les principaux facteurs à l'origine de l'évolution de la monnaie japonaise. Le bas niveau des taux d'intérêt japonais, une volatilité implicite historiquement faible, conjugués à l'attitude favorable des investisseurs vis-à-vis du risque, ont pu conduire à une réduction significative des opérations de portage. Le 13 juillet, l'euro a atteint un point haut de JPY 168,68. Cette tendance haussière s'est interrompue par la suite, dans le contexte des turbulences financières au niveau mondial, qui ont conduit les investisseurs internationaux à réapprécier les risques et, semble-t-il, à dénouer à grande échelle les opérations de portage. Toutefois, entre mi-août et mi-octobre, l'euro s'est de nouveau raffermi contre le yen, alors que durant le reste de l'année, le taux de change euro-yen a affiché une forte volatilité ne permettant pas de dégager une tendance nette. Le 31 décembre 2007, l'euro s'échangeait à JPY 164,93, en hausse de 5,1 % par rapport au début de l'année.

En 2007, l'euro s'est également fortement apprécié contre la livre sterling (9,2 %), en grande partie sur la période comprise entre septembre et décembre. Fin décembre 2007, l'euro s'échangeait à GBP 0,73, soit son plus haut niveau depuis la mise en place de la monnaie unique en 1999. L'affaiblissement de la livre sterling aurait été lié aux anticipations du marché tablant sur un nouvel abaissement des taux directeurs par la Bank of England, face à la détérioration des perspectives économiques et financières.

L'euro s'est également renforcé par rapport aux monnaies d'un certain nombre de partenaires commerciaux asiatiques, conséquence de leur ancrage, officiel ou non, au dollar des États-Unis. L'euro s'est fortement apprécié vis-à-vis du won sud-coréen (12,5 %) et du dollar de Hong-Kong (12,1 %) et plus modérément face au dollar de Singapour (4,8 %) et au renminbi chinois (4,6 %). La hausse relativement limitée de l'euro contre la monnaie chinoise témoigne, dans une certaine mesure, de la plus grande volonté apparente des autorités chinoises de laisser leur monnaie s'apprécier plus fortement par rapport au dollar, en particulier vers la fin de l'année. L'appréciation de l'euro par rapport à ces devises a été en partie contrebalancée par sa dépréciation vis-à-vis du zloty polonais (6,2 %), du dollar canadien (5,4 %), de la couronne norvégienne (3,4 %) et de la couronne tchèque (3,1 %).

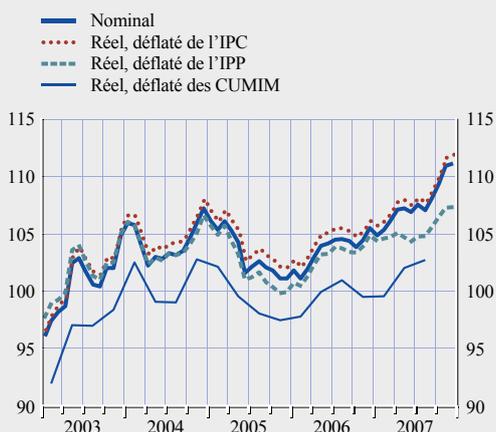
Le taux de change effectif réel de l'euro, calculé à partir de différents indices de coûts et de prix, s'est également apprécié en 2007 (cf. graphique 33). Au dernier trimestre de l'année, le taux de change effectif réel de l'euro, calculé sur la base des prix à la consommation, s'est établi à quelque 5,5 % au-dessus du niveau observé une année auparavant.

#### **RETOUR À L'EXCÉDENT DU COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES EN 2007**

En 2007, le compte de transactions courantes de la zone euro a enregistré un excédent de 15,0 milliards d'euros (0,2 % du PIB de la zone euro), après un déficit de 13,6 milliards en 2006. Ce retournement a été dû en grande partie à une

### Graphique 33 Taux de change effectif nominal et réel de l'euro <sup>1)</sup>

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

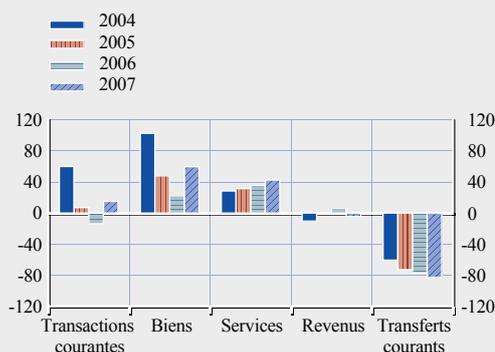


Source : BCE

1) Indices de taux de change effectif vis-à-vis des devises de 24 importants partenaires commerciaux de la zone euro (TCE-24). Une hausse des indices TCE-24 correspond à une appréciation de l'euro. Les dernières données mensuelles se rapportent à décembre 2007. Dans le cas du taux de change effectif réel (indice TCE-24) déflaté des CUMIM, les dernières données, fondées en partie sur des estimations, se rapportent au troisième trimestre 2007.

### Graphique 34 Solde du compte de transactions courantes et composantes

(données annuelles cvs ; montants en milliards d'euros)



Source : BCE

hausse de 37,3 milliards d'euros de l'excédent des échanges de biens et, dans une moindre mesure, à une hausse de 7,2 milliards d'euros de l'excédent au titre des services. Ces excédents n'ont été que partiellement contrebalancés par l'inversion du solde des revenus, devenu déficitaire, et par un creusement du déficit des transferts courants (cf. graphique 34).

Après avoir enregistré des taux de croissance exceptionnellement élevés en 2006, les échanges de biens hors zone euro en valeur se sont accrus à un rythme plus lent en 2007. Les exportations de biens en valeur ont augmenté de 8,1 % en 2007, contre 14,3 % en 2006. Parallèlement, la croissance des importations de biens s'est ralentie plus fortement, revenant de 17,0 % en 2006 à 5,5 % en 2007. Cette évolution a constitué l'un des principaux facteurs de l'amélioration globale du solde des transactions courantes de la zone euro. En revanche, les importations et les exportations de services ont progressé davantage en 2007 qu'en 2006, compensant ainsi partiellement la croissance plus faible des échanges de biens.

Le partage volume-prix des échanges de biens, disponible jusqu'en novembre 2007, montre que le fléchissement du taux de croissance des exportations en valeur a essentiellement reflété les évolutions des exportations en volume. La progression un peu plus faible de la demande étrangère et l'appréciation de l'euro ont contribué au ralentissement des exportations hors zone euro au premier semestre. Néanmoins, ces évolutions peuvent également être perçues dans une certaine mesure comme une normalisation après une période de croissance particulièrement forte fin 2006. Par la suite, la progression des exportations en volume s'est redressée au troisième trimestre 2007, principalement en raison d'une reprise de la demande étrangère. La ventilation géographique des échanges de biens de la zone euro montre que les exportations vers l'Asie, en particulier vers la Chine, et vers les pays d'Europe centrale et orientale sont demeurées particulièrement dynamiques en 2007, dans un contexte de forte activité économique dans ces régions.

Les exportations en volume vers les États-Unis ont diminué en termes absolus. (cf. graphique 35). Toutefois, il s'avère que l'appréciation de l'euro n'a eu jusqu'à présent qu'une incidence relativement limitée sur les performances à l'exportation de la zone euro, ces dernières ayant été soutenues essentiellement par la croissance toujours robuste de la demande étrangère. Parallèlement, les prix à l'exportation n'ont que légèrement augmenté, ce qui signifie que les entreprises de la zone euro ont probablement ajusté leurs marges bénéficiaires pour compenser la baisse de leur compétitivité en termes de prix et de coûts induite par l'appréciation de l'euro.

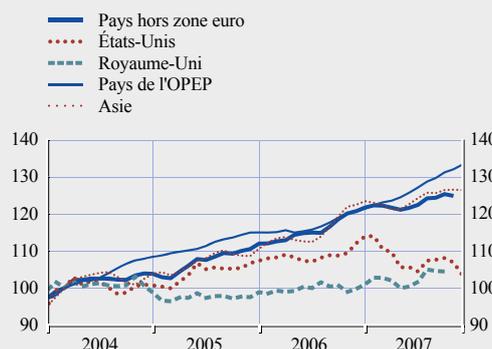
S'agissant des importations, les évolutions des importations en volume ont été identiques à celles des exportations en volume en 2007. Après avoir enregistré une croissance faible au premier semestre, elles se sont accélérées au second semestre, sous l'effet de la reprise des investissements des entreprises et de l'appréciation de l'euro. Dans le même temps, après un recul significatif vers la fin 2006, les prix à l'importation ont de nouveau augmenté en 2007. Cette évolution a été due essentiellement aux fortes hausses des prix du pétrole, partiellement compensées par l'appréciation de l'euro. Sur douze mois cumulés à octobre 2007, le déficit des échanges de produits pétroliers s'est établi à 161 milliards d'euros, contre 170 milliards l'année précédente.

#### BASSE DES ENTRÉES NETTES AU TITRE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE EN 2007

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 124 milliards d'euros au titre des investissements directs et de portefeuille cumulés en 2007, contre des entrées nettes de 140 milliards un an auparavant. Cette baisse résulte principalement d'une diminution de 44 milliards d'euros des entrées nettes d'investissements de portefeuille, contrebalancée, dans une certaine mesure, par une baisse de 28 milliards des sorties nettes d'investissements directs (cf. graphique 36).

#### Graphique 35 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 2007 excepté pour les pays hors zone euro (novembre) et le Royaume-Uni (octobre).

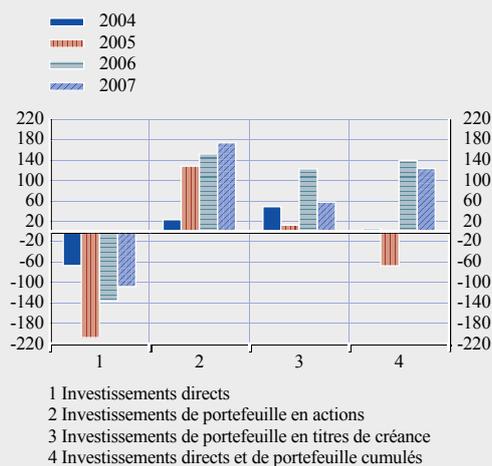
La baisse des entrées nettes sur titres de créance, qui s'élèvent à 60 milliards d'euros contre 124 milliards en 2006, explique l'essentiel de la diminution des entrées nettes d'investissements de portefeuille et résulte principalement d'une forte baisse des achats nets d'obligations de la zone euro par les investisseurs non résidents. Toutefois, cette évolution masque deux mouvements distincts observés au cours de l'année 2007 : après s'être fortement accrues au début de l'année, les entrées nettes sur titres de créance ont diminué par la suite.

S'agissant des actions, la zone euro a enregistré une hausse des entrées nettes en 2007, à 175 milliards d'euros contre 153 milliards d'euros en 2006. Cette hausse résulte essentiellement d'une forte baisse des achats nets d'actions étrangères par les résidents de la zone euro (revenus de 156 milliards d'euros à 50 milliards), qui n'a été que partiellement contrebalancée par la baisse des achats d'actions de la zone euro par les investisseurs étrangers.

Dans l'ensemble, les données récentes tendent à indiquer que les turbulences observées depuis août 2007 sur le marché du crédit ont eu une incidence sur le compte financier de la zone euro. Malgré un certain rebond en octobre 2007, les investisseurs étrangers

### Graphique 36 Investissements directs et de portefeuille de la zone euro

(données annuelles ; montants en milliards d'euros)



Source : BCE

comme ceux de la zone euro semblent avoir réduit leurs placements en actions et en titres de créance étrangers à la suite de ces turbulences, traduisant ainsi peut-être une plus grande prudence dans leurs stratégies d'investissement à l'étranger.

En ce qui concerne les investissements directs, la baisse des sorties nettes en 2007 résulte essentiellement d'une hausse des entrées au titre des investissements directs étrangers dans la zone euro. Dans le même temps, les investissements directs à l'étranger des entreprises de la zone euro sont demeurés relativement robustes. Cette situation reflète la forte rentabilité des multinationales de la zone, qui n'a cessé de s'améliorer ces dernières années. En outre, les entreprises de la zone euro ont probablement profité du raffermissement de l'euro pour acheter des actifs à l'étranger.

Sur la base des flux cumulés sur douze mois, jusqu'au troisième trimestre 2007, les États-Unis, le Royaume-Uni, les centres financiers extraterritoriaux, la Suisse ainsi que les pays membres de l'UE depuis 2004 ont été les principaux destinataires des investissements directs de la zone euro. Sur cette période, les

États-Unis et le Royaume-Uni ont été les plus gros investisseurs dans la zone euro.

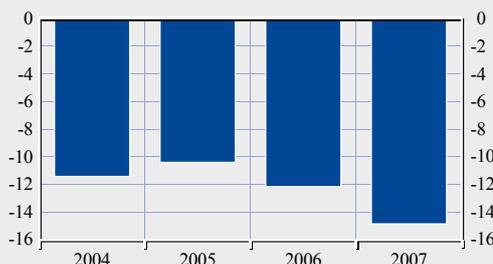
### NOUVELLE DÉGRADATION DE LA POSITION EXTÉRIEURE EN 2007

Les données relatives à la position extérieure de la zone euro vis-à-vis du reste du monde, disponibles jusqu'au troisième trimestre 2007, font apparaître des engagements nets de 1 299 milliards d'euros (14,8 % du PIB de la zone euro), contre 1 024 milliards (12,1 % du PIB) à fin 2006 (cf. graphique 37). La progression des engagements nets en 2007 résulte en grande partie de l'augmentation de la position débitrice nette au titre des investissements de portefeuille (de 340 milliards d'euros) et des autres investissements (de 72 milliards), qui n'a été que partiellement compensée par une progression des avoirs nets au titre des investissements directs (de 80 milliards) et des produits financiers dérivés (de 43 milliards). Les avoirs de réserve sont demeurés globalement inchangés.

Dans l'ensemble, l'accroissement de la position débitrice nette de la zone euro a été en grande partie dû à des effets de réévaluation consécutifs aux variations des prix d'actifs et du taux de change de l'euro. Une appréciation de l'euro entraîne généralement une diminution de la valeur des avoirs en euros supérieure à celle des engagements et entraîne une augmentation de la position débitrice nette.

### Graphique 37 Position extérieure nette

(en pourcentage du PIB)



Source : BCE.

Note : Données de fin d'année, à l'exception de 2007 (fin du troisième trimestre)

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

#### L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

La croissance du PIB en volume des États membres de l'UE hors zone euro est restée soutenue en 2007 (cf. tableau 6)<sup>9</sup>. Même si cette vigueur de l'activité économique a été généralisée, les taux de croissance annuels ont affiché des différences considérables selon les pays. Les taux de croissance annuels moyens les plus élevés du PIB en volume ont été enregistrés dans les États baltes et en Slovaquie, où ils se sont inscrits à 8 % environ. En République tchèque, en Pologne et en Roumanie, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume a également été très soutenue, comprise entre 6,0 % et 6,5 %. La croissance la plus faible a été enregistrée au Danemark et en Hongrie, à 1,8 % et 1,3 %, respectivement. À Chypre, à Malte, en Suède et au Royaume-Uni, elle est demeurée robuste, s'inscrivant entre 2,8 % et 4,4 %.

Dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro, c'est la demande intérieure qui a été le moteur de l'activité économique. La consommation privée a été stimulée par la hausse du revenu disponible réel, en liaison avec l'accélération de la croissance des salaires

et la progression de l'emploi. La croissance de la formation brute de capital fixe a bénéficié, notamment, d'une période prolongée de conditions de financement favorables et, dans de nombreux pays, d'un accroissement des fonds structurels de l'UE. Dans la majorité des pays, la croissance rapide du crédit et une orientation budgétaire expansionniste ont également contribué à la progression soutenue de la demande intérieure.

Les exportations nettes ont apporté une contribution négative à la croissance dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro, en dépit d'une croissance soutenue de la demande extérieure, la forte demande d'importations ayant progressé plus vite que les exportations. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB

<sup>9</sup> Les États membres de l'UE hors zone euro auxquels cette section fait référence comprennent les quatorze États membres de l'UE situés en dehors de la zone euro pour la période allant jusqu'à fin 2007 (à savoir la Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, l'Estonie, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, Malte, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie, la Suède et le Royaume-Uni).

**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	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4
Bulgarie	6,6	6,2	6,1	.	6,2	6,6	4,5	.
République tchèque	4,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Danemark	2,3	2,5	3,9	1,8	3,9	-0,1	1,5	2,0
Estonie	8,3	10,2	11,2	.	10,1	7,6	6,2	.
Chypre	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	4,7	4,3
Lettonie	8,7	10,6	11,9	10,4	11,1	11,1	10,6	8,6
Lituanie	7,3	7,9	7,7	8,8	7,6	7,6	11,6	8,2
Hongrie	4,8	4,1	3,9	1,3	2,5	1,5	0,9	0,4
Malte	0,2	3,4	3,4	3,8	3,9	3,5	4,0	3,7
Pologne	5,3	3,6	6,2	6,5	6,7	6,7	6,0	6,7
Roumanie	8,5	4,2	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6
Slovaquie	5,2	6,6	8,5	10,3	8,7	9,7	10,7	12,2
Suède	4,1	3,3	4,1	2,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Royaume-Uni	3,3	1,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9
UE-11 <sup>1)</sup>	5,7	4,9	6,4	.	6,2	6,0	5,8	.
UE-14 <sup>2)</sup>	3,8	2,7	3,9	.	3,8	3,5	3,6	.
Zone euro	2,1	1,6	2,8	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2

Source : Eurostat

Note : Les données trimestrielles sont cvs à l'exception de BG, CZ, MT, RO (données brutes), et de HU, PL, SE, UK (cvs et cjo).

1) UE-11 est l'agrégation des 11 pays qui ont rejoint l'Union européenne le 1<sup>er</sup> mai 2004 et le 1<sup>er</sup> janvier 2007 (à l'exception de la Slovaquie).

2) UE-14 est l'agrégation des 14 États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2007.

en volume n'a été nettement positive qu'en Hongrie, à Malte, en Slovaquie et en Suède. Globalement, la croissance des exportations en 2007 est demeurée robuste, même si elle s'est ralentie dans la plupart des pays par rapport à 2006. La croissance des exportations a été soutenue par une forte demande des principaux partenaires commerciaux et par d'importants flux d'IDE ces dernières années, tandis que la forte croissance des importations a été favorisée par la vigueur de la demande intérieure et par le contenu en importations relativement élevé des exportations.

Parallèlement au raffermissement de l'activité économique, la situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer en 2007 dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro. Les taux de chômage ont continué de reculer, essentiellement sous l'effet d'une forte croissance de l'emploi. La situation sur le marché du travail s'est encore tendue dans de nombreux pays, en particulier dans les États baltes, au Danemark et au Royaume-Uni. Des flux internationaux de main-d'œuvre ont continué d'affecter l'offre de travail dans de nombreux pays. La Bulgarie, la Lettonie, la

Lituanie, la Pologne et la Roumanie semblent avoir enregistré des flux migratoires sortants particulièrement importants ces dernières années. Ce fut également le cas en Estonie en 2007. Ces flux ont contribué à des pénuries de main-d'œuvre qualifiée et à des goulets d'étranglement dans plusieurs secteurs de ces économies, aggravant ainsi les tensions salariales. En revanche, la République tchèque, le Danemark, Chypre, la Hongrie, Malte, la Slovaquie, la Suède et le Royaume-Uni ont enregistré des flux migratoires nets positifs.

#### ÉVOLUTION DES PRIX

En 2007, la hausse de l'IPCH s'est sensiblement accélérée dans de nombreux États membres de l'UE hors zone euro (cf. tableau 7). L'inflation a été la plus élevée (entre 4,9 % et 10,1 %) dans les pays qui ont connu une croissance rapide (États baltes, Bulgarie, Hongrie et Roumanie) et elle est restée proche de la moyenne de la zone euro, ou légèrement supérieure à celle-ci, dans la plupart des autres États membres de l'UE hors zone euro (entre 0,7 % et 3,0 %). En 2007, l'inflation s'est inscrite en moyenne au-dessous de 2 % au Danemark, à Malte, en Slovaquie et en Suède, mais s'est également accélérée dans ces

**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	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4
Bulgarie	6,1	6,0	7,4	7,6	5,3	4,7	9,0	11,2
République tchèque	2,6	1,6	2,1	3,0	1,7	2,6	2,7	4,9
Danemark	0,9	1,7	1,9	1,7	1,9	1,5	1,0	2,2
Estonie	3,0	4,1	4,4	6,7	5,1	5,8	6,7	9,2
Chypre	1,9	2,0	2,2	2,2	1,4	1,8	2,3	3,2
Lettonie	6,2	6,9	6,6	10,1	7,6	8,5	10,4	13,7
Lituanie	1,2	2,7	3,8	5,8	4,4	5,0	5,9	7,9
Hongrie	6,8	3,5	4,0	7,9	8,8	8,5	7,3	7,1
Malte	2,7	2,5	2,6	0,7	0,8	-0,9	0,4	2,5
Pologne	3,6	2,2	1,3	2,6	2,0	2,3	2,4	3,7
Roumanie	11,9	9,1	6,6	4,9	3,9	3,9	5,1	6,8
Slovaquie	7,5	2,8	4,3	1,9	2,1	1,7	1,4	2,4
Suède	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3
Royaume-Uni	1,3	2,1	2,3	2,3	2,8	2,6	1,8	2,1
UE-11 <sup>1)</sup>	5,2	3,7	3,3	4,1	3,4	3,6	4,0	5,5
UE-14 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,3
Zone euro	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9

Source : Eurostat

1) UE-11 est l'agrégation des 11 pays qui ont rejoint l'Union européenne le 1<sup>er</sup> mai 2004 et le 1<sup>er</sup> janvier 2007 (à l'exception de la Slovaquie).

2) UE-14 est l'agrégation des 14 États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2007.

pays vers la fin de l'année, principalement sous l'effet de la hausse des prix des importations de produits alimentaires et de l'énergie.

La tendance à la hausse de l'inflation observée en 2007 dans les États membres de l'UE hors zone euro est due en partie à une forte hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. En outre, dans la majorité des pays, la croissance rapide de la demande intérieure a contribué aux tensions inflationnistes sous-jacentes.

Les prix de l'énergie ont augmenté dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro. Les prix des produits alimentaires ont également enregistré de fortes hausses, les plus importantes ayant été observées dans les États baltes, en Bulgarie et en Hongrie, reflétant généralement les mauvaises conditions météorologiques, les prix des produits alimentaires sur les marchés mondiaux et la vigueur de la demande au niveau mondial. En outre, la robustesse de la demande intérieure a continué de renforcer les pressions inflationnistes, en particulier dans les pays où la vigueur de la consommation privée est alimentée par la forte croissance du crédit dans un contexte de taux d'intérêt réels négatifs et d'importantes entrées de capitaux. Ces pressions résultent également du dynamisme salarial dans de nombreux pays, la situation sur le marché du travail enregistrant des tensions accrues. La croissance des salaires nominaux a été particulièrement prononcée dans les pays ayant affiché les taux de croissance de la production les plus élevés (c'est-à-dire les États baltes, la Bulgarie et la Roumanie), où elle a été supérieure aux gains de productivité, entraînant une forte croissance des coûts salariaux unitaires (supérieure à 10 % dans la plupart des cas). L'évolution des prix à l'importation a été très différente d'un pays à l'autre, reflétant en partie la diversité des évolutions du taux de change. Dans les pays qui autorisent un degré important de flexibilité du taux de change, l'appréciation de la devise nationale a exercé des effets globalement modérateurs sur les prix des importations et donc, étant donné le degré relativement élevé d'ouverture de ces pays, sur l'inflation globale.

## LES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Les politiques budgétaires des États membres de l'UE hors zone euro ont encore été caractérisées par une grande hétérogénéité en 2007. La Bulgarie, le Danemark, Chypre, l'Estonie, la Lettonie et la Suède ont dégagé un excédent budgétaire, tandis que les autres pays ont enregistré un déficit (cf. tableau 8). À l'exception de la Roumanie et du Royaume-Uni, les résultats budgétaires pour 2007 ont été conformes, voire supérieurs aux objectifs de solde budgétaire inscrits dans les programmes de convergence actualisés qui ont été présentés fin 2006 ou début 2007. Cependant, dans de nombreux cas, cette évolution découle d'une situation de départ fin 2006 meilleure que ce qui était prévu par les programmes et de l'abondance des recettes fiscales, qui peuvent s'expliquer par une croissance du PIB plus rapide qu'escompté initialement. Les progrès accomplis en matière d'assainissement budgétaire structurel semblent s'être interrompus dans la plupart des pays. D'après les estimations, seuls Chypre, la Hongrie, la Pologne et la Suède semblent avoir réussi à améliorer le solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles à hauteur d'au moins 0,5 % du PIB entre 2006 et 2007, déduction faite des mesures exceptionnelles et autres mesures temporaires. En revanche, dans un certain nombre de pays, l'orientation budgétaire a même été relâchée de manière procyclique, en dépit d'une forte croissance de la production.

À fin 2007, la République tchèque, la Hongrie, la Pologne et la Slovaquie étaient soumises à des procédures de déficit excessif. Selon les programmes de convergence respectifs actualisés pour 2007–2008, le ratio de déficit a diminué en 2007 dans tous ces pays, à l'exception de la République tchèque. Cependant, le ministère tchèque des Finances a annoncé en janvier 2008 que le déficit estimé pour 2007 ne s'élevait qu'à 1,9 % du PIB, au lieu des 3,4 % inscrits dans le programme de convergence. C'est uniquement dans le cas de la Slovaquie que le programme de convergence laissait présager un retour du ratio de déficit en deçà de la valeur de référence de 3 % du PIB en 2007.

**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**

Données figurant dans le programme de convergence pour

	2004	2005	2006	2007
Bulgarie	2,3	2,0	3,2	3,1
République tchèque	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4
Danemark	1,9	4,6	4,6	3,8
Estonie	1,8	1,9	3,6	2,6
Chypre	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Lettonie	-1,0	-0,4	-0,3	0,3
Lituanie	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Hongrie	-6,5	-7,8	-9,2	-6,2
Malte	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Pologne	-5,7	-4,3	-3,8	-3,0
Roumanie	-1,5	-1,4	-1,9	-2,9
Slovaquie	-2,4	-2,8	-3,7	-2,5
Suède	0,8	2,4	2,5	3,0
Royaume-Uni	-3,4	-3,3	-2,7	-3,0
UE-11 <sup>1)</sup>	-4,0	-3,6	-3,4	-2,8
UE-14 <sup>2)</sup>	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9
Zone euro	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8

**Dette brute des administrations publiques**

Données figurant dans le programme de convergence pour

	2004	2005	2006	2007
Bulgarie	37,9	29,2	22,8	19,8
République tchèque	30,4	30,2	30,1	30,4
Danemark	44,0	36,3	30,3	25,6
Estonie	5,1	4,4	4,0	2,7
Chypre	70,2	69,1	65,2	60,0
Lettonie	14,5	12,5	10,6	9,4
Lituanie	19,4	18,6	18,2	17,6
Hongrie	59,4	61,6	65,6	65,4
Malte	72,7	70,8	64,7	62,9
Pologne	45,7	47,1	47,6	47,0
Roumanie	18,8	15,8	12,4	11,9
Slovaquie	41,4	34,2	30,4	30,6
Suède	52,4	52,2	47,0	39,7
Royaume-Uni	40,4	42,1	43,2	43,9
UE-11 <sup>1)</sup>	40,3	39,4	38,2	37,2
UE-14 <sup>2)</sup>	41,9	42,1	41,6	40,7
Zone euro	69,6	70,3	68,6	66,7

Sources : Commission européenne (pour la période 2004-2006), programmes de convergence actualisés (pour 2007) et calculs de la BCE  
Notes : Les données sont établies sur la base de la définition retenue dans le cadre de la PDE. Les soldes budgétaires (données de la Commission) ne prennent pas en compte les revenus de la cession de licences UMTS. Les chiffres figurant dans les programmes de stabilité pour 2007 sont des estimations établies par les gouvernements nationaux et peuvent donc différer des résultats définitifs.

1) UE-11 est l'agrégation des 11 pays qui ont rejoint l'Union européenne le 1<sup>er</sup> mai 2004 et le 31 janvier 2007 (à l'exception de la Slovaquie).

2) UE-14 est l'agrégation des 14 États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2007.

S'agissant des principales décisions du Conseil Ecofin relatives à la procédure de déficit excessif en 2007, Malte et le Royaume-Uni ont vu cette procédure abrogée en juin et en octobre, respectivement, après avoir fait état d'un ratio de déficit inférieur à la valeur de référence de 3 % du PIB pour l'exercice budgétaire 2006-2007 et d'améliorations du solde

structurel. En ce qui concerne la Pologne, le Conseil Ecofin a adopté en novembre 2007 une décision stipulant que les actions entreprises par les autorités polonaises étaient conformes aux recommandations du Conseil formulées en février 2007. Toutefois, la procédure de déficit excessif n'a pas été abrogée, la correction du

déficit excessif ayant été considérée comme sujette à des risques sérieux.

Le ratio de la dette publique de la plupart des États membres de l'UE hors zone euro est demeuré nettement inférieur à 60 % du PIB en 2007. Le ratio de dette n'est demeuré supérieur à la valeur de référence de 60 % qu'à Malte et en Hongrie, malgré une baisse en 2007. Dans la plupart des autres États membres de l'UE hors zone euro, le ratio de dette a diminué ou est resté globalement inchangé.

### LES ÉVOLUTIONS DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Les soldes cumulés des comptes de transactions courantes et de capital des États membres de l'UE hors zone euro ont continué de présenter des différences considérables selon les pays en 2007 (cf. tableau 9), mais la situation d'ensemble s'est détériorée par rapport à 2006. Tandis que le Danemark et la Suède ont enregistré des excédents, les autres pays ont tous affiché des déficits. Par rapport à 2006, ces déficits ont augmenté dans la plupart des cas, sauf en Hongrie, à Malte et en Slovaquie. Les déficits ont été supérieurs à 20 % du PIB

en Bulgarie et en Lettonie et ont dépassé 10 % du PIB en Estonie, en Lituanie et en Roumanie. À Chypre, en Hongrie, en Slovaquie et au Royaume-Uni, le déficit s'est établi entre 4 % et 8 % du PIB. Les déséquilibres extérieurs de la plupart de ces pays proviennent principalement des déficits des échanges de biens, à l'exception de la République tchèque, de la Hongrie, de la Pologne et de la Slovaquie, où les déficits de revenus, souvent liés aux bénéfices réinvestis de sociétés sous contrôle étranger, ont été le facteur le plus important.

Dans de nombreux pays qui ont adhéré à l'UE le 1<sup>er</sup> mai 2004 et le 1<sup>er</sup> janvier 2007, ces déficits sont une caractéristique normale, dans une certaine mesure, du processus de rattrapage, puisqu'ils reflètent des opportunités d'investissement favorables et un lissage de la consommation dans le temps. Toutefois, les très importants déficits des comptes de transactions courantes et de capital de certains États membres de l'UE hors zone euro résultent également de facteurs conjoncturels et de la vigueur de la demande intérieure, ce qui dénote des risques pesant sur la soutenabilité des positions extérieures, en

**Tableau 9 Balance des paiements des États membres de l'UE hors zone euro et de la zone euro**

(en pourcentage du PIB)

	Solde courant et compte de capital				Flux nets d'IDE				Flux nets d'investissements de portefeuille			
	2004	2005	2006	2007 <sup>3)</sup>	2004	2005	2006	2007 <sup>3)</sup>	2004	2005	2006	2007 <sup>3)</sup>
Bulgarie	-5,8	-11,0	-15,0	-20,1	11,3	14,5	16,8	19,2	-2,1	-5,5	1,0	-0,6
République tchèque	-5,7	-1,5	-2,8	-3,1	3,6	9,4	3,2	3,8	1,9	-2,7	-0,8	-1,0
Danemark	3,0	4,5	2,6	1,3	0,4	-1,3	-1,8	-3,8	-6,0	-4,4	-6,8	2,3
Estonie	-11,5	-9,3	-13,2	-15,0	5,8	15,6	3,5	3,2	6,0	-15,7	-8,1	-0,7
Chypre	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1	2,5	3,8	3,6	5,9	7,2	-0,8	-4,2	-8,6
Lettonie	-11,8	-11,2	-21,1	-24,2	3,8	3,6	7,4	7,7	1,6	-0,8	0,2	-1,5
Lituanie	-6,4	-5,9	-9,6	-11,8	2,3	2,7	5,1	6,6	0,9	-1,0	-0,8	-2,5
Hongrie	-8,1	-6,0	-5,9	-4,4	3,3	5,0	3,9	-0,2	6,7	4,0	5,7	2,5
Malte	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2	7,0	11,5	28,0	13,5	-37,7	-44,8	-39,2	-10,8
Pologne	-3,8	-1,3	-2,6	-2,9	4,8	2,3	2,9	3,7	3,7	4,1	-0,9	-2,2
Roumanie	-7,5	-7,9	-10,5	-12,9	8,4	6,6	9,0	8,1	-0,7	1,0	-0,2	0,4
Slovaquie	-3,2	-8,5	-7,1	-4,8	3,3	4,8	6,8	3,6	2,1	-2,0	2,9	0,2
Suède	6,8	6,9	6,3	6,7	-2,8	-4,5	1,7	-3,2	-6,3	-0,1	-5,1	-4,4
Royaume-Uni	-1,5	-2,4	-3,8	-4,9	-1,0	4,4	2,6	-1,0	-4,5	-2,4	-3,1	0,4
UE-11 <sup>1)</sup>	-5,6	-4,2	-5,7	-6,1	4,9	5,2	4,9	4,5	2,7	0,9	0,0	-1,0
UE-14 <sup>2)</sup>	-1,2	-1,4	-2,7	-3,6	0,2	3,3	2,7	-0,2	-3,2	-1,6	-2,9	-0,3
Zone euro	1,0	0,3	0,0	0,4	-0,9	-2,6	-1,6	-2,0	0,9	1,8	3,3	4,5

Source : BCE

1) UE-11 est l'agrégation des données pondérées des États membres hors zone euro qui ont rejoint l'Union européenne le 1<sup>er</sup> mai 2004 et le 1<sup>er</sup> janvier 2007 (à l'exception de la Slovaquie).

2) UE-14 est l'agrégation des données pondérées des 14 États membres de l'UE hors zone euro au 31 décembre 2007.

3) Les données pour 2007 sont cumulées sur quatre trimestres, du dernier trimestre 2006 au troisième trimestre 2007. Pour Malte, les données cumulées sur quatre trimestres vont du troisième trimestre 2006 au deuxième trimestre 2007.

particulier dans un contexte de détérioration de la compétitivité internationale en termes de prix et de coûts et de ralentissement de la croissance des exportations.

Par rapport à 2006, les investissements directs nets en 2007 ont fortement diminué au Danemark, en Suède et au Royaume-Uni. Ils sont demeurés assez stables au niveau de l'agrégat UE-11, même si une baisse marquée a été enregistrée par la Hongrie, la Slovaquie et Malte. Pour ce dernier pays en particulier, cette forte diminution peut être considérée comme une normalisation consécutive aux niveaux élevés enregistrés en 2006. Ces investissements directs nets ont continué de représenter une source importante de financement dans un certain nombre d'États membres de l'UE hors zone euro, mais dans les États baltes, en Hongrie, en Roumanie et au Royaume-Uni, le déficit de la balance de base, c'est-à-dire la somme du solde cumulé du compte de transactions courantes et du compte de capital et des investissements directs nets, a été supérieur à 4 % du PIB, et même à 15 % en Lettonie. S'agissant des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille, les soldes sont restés négatifs ou globalement neutres dans tous les États membres de l'UE hors zone euro, à l'exception du Danemark et de la Hongrie. Dans ces deux pays, les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille découlent d'importantes entrées nettes en titres de créance,

liées, dans le cas de la Hongrie, à des écarts de rendement, tandis que les flux nets sur actions ont été négatifs. Les autres investissements ont été largement positifs dans la plupart des pays qui ont adhéré à l'Union européenne le 1<sup>er</sup> mai 2004 et le 1<sup>er</sup> janvier 2007, reflétant essentiellement des prêts de banques étrangères ayant le statut de maison mère à leurs filiales dans la région.

### LES ÉVOLUTIONS DES TAUX DE CHANGE

En 2007, les évolutions des taux de change dans les États membres de l'UE hors zone euro ont largement reflété les régimes de taux de change de chacun des pays. Les monnaies du Danemark, de l'Estonie, de Chypre, de la Lettonie, de la Lituanie, de Malte 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. La participation au MCE II va également 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'ont imposé 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 maltaises ont déclaré leur intention de maintenir

Tableau 10 Évolutions au sein du MCE II

Devise	Date d'entrée	Cours plafond	Cours pivot	Cours plancher	Écart maximal (en pourcentage)	
					Appréciation	Dépréciation
DKK	1 <sup>er</sup> janvier 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,28	-0,03
EEK	28 juin 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2 mai 2005	0,673065	0,585274	0,497483	1,21	0,00
LVL	2 mai 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,98	-1,00
LTL	28 juin 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2 mai 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SKK	28 novembre 2005	44,2233	38,4550	32,6868	11,78	0,00
SKK (après réévaluation)		40,7588	35,4424	30,1260	8,22	0,00

Source : BCE

Note : Un écart à la baisse (à la hausse) correspond à un mouvement vers le cours plancher (plafond) et signifie un renforcement (un affaiblissement) de la devise vis-à-vis de l'euro. Le cours pivot de la couronne slovaque a été réévalué de 8,5 % le 16 mars 2007. En ce qui concerne les écarts maximums recensés par rapport aux cours pivots respectifs du MCE II, la période de référence va du 2 janvier 2007 au 29 février 2008.

le taux de change de la lire maltaise contre euro à son cours pivot, et les autorités lettones celui du lats contre euro à son cours pivot avec une marge de fluctuation de  $\pm 1\%$ . Les accords sur la participation au MCE II pour les pays dont les monnaies ont intégré ce dispositif après 2004 (c'est-à-dire tous les pays précités à l'exception du Danemark) reposent tous sur un certain nombre d'engagements des autorités respectives consistant, notamment, à poursuivre des politiques budgétaires saines, à encourager la modération salariale et des évolutions salariales conformes à la croissance de la productivité, à contenir la croissance du crédit et à mettre en œuvre de nouvelles réformes structurelles.

La couronne danoise, la couronne estonienne, la livre chypriote, le litas lituanien et la lire maltaise ont été stables par rapport à l'euro en 2007 et se sont constamment établis à leur cours pivot ou à un niveau très proche de celui-ci. En outre, la livre chypriote et la lire maltaise ont fait l'objet d'une conversion irrévocable à l'euro à la suite de l'élargissement de la zone euro le 1<sup>er</sup> janvier 2008.

En revanche, la couronne slovaque a connu un degré relativement élevé de volatilité (cf. tableau 10). Compte tenu de l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques et des bonnes perspectives de croissance, la couronne a entamé mi-2006 un mouvement d'appréciation durable, qui s'est encore renforcé en février et durant la première quinzaine de mars 2007. Pour contenir la volatilité du taux de change et les pressions excessives exercées par le marché, la Národná banka Slovenska est intervenue début mars 2007 pour faire baisser la devise. Le 19 mars 2007, à la demande des autorités slovaques, d'un commun accord et dans le cadre d'une procédure commune, le cours pivot de la couronne slovaque a été réévalué de 8,5 % vis-à-vis de l'euro. En raison de perspectives d'inflation plus modérées, la Národná banka Slovenska a abaissé son taux directeur d'un total de 50 points de base fin mars et fin avril 2007, pour le ramener à 4,25 %, ce qui a favorisé la stabilisation de la couronne vis-à-vis de l'euro. Depuis avril 2007, la couronne slovaque est

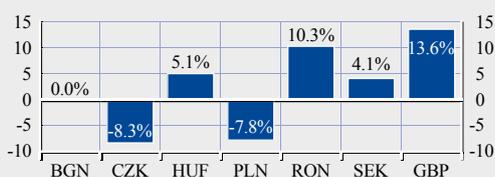
restée relativement stable, fluctuant autour de valeurs situées entre 5 % et 8 % au-dessus du nouveau cours pivot. Le lats letton a également enregistré une volatilité plus forte que les années précédentes, bien que les fluctuations soient restées à l'intérieur de la marge étroite unilatérale de  $\pm 1\%$  autour de son cours pivot au sein du MCE II. Après s'être échangé environ 1 % au-dessus de ce cours sur la plus grande partie de 2006, le lats s'est rapproché de la borne basse de sa marge de fluctuation unilatérale étroite à deux reprises (mi-février et mi-septembre 2007). Le premier épisode a suivi la révision à la baisse (de stable à négative) le 19 février 2007 de la notation par Standard & Poor's des perspectives économiques pour la Lettonie et les rumeurs d'une éventuelle dévaluation du cours pivot de la devise lettone dans le MCE II. Mi-mars 2007, afin d'empêcher un nouvel affaiblissement du lats, la Latvijas Banka est intervenue sur les marchés de change et a relevé son taux de refinancement, de 5,0 % à 5,5 % à compter de fin mars 2007, puis de nouveau près de deux mois plus tard, pour le porter à 6,0 %. Les taux des dépôts interbancaires à un mois ont nettement augmenté, oscillant autour d'un niveau supérieur d'environ 100 à 400 points de base au taux de refinancement. En avril 2007, les tensions sur les marchés de change ont progressivement diminué avec l'engagement des autorités de mettre en œuvre un plan de lutte contre l'inflation, mais le taux d'intérêt à un mois est demeuré largement supérieur au taux de soumission minimal de la BCE. Le 12 mai 2007, le lats a de nouveau rejoint la partie haute de sa marge de fluctuation de  $\pm 1\%$  et la banque centrale est intervenue pour empêcher toute nouvelle appréciation. En septembre 2007, le lats a encore subi des pressions, à la suite d'un l'abaissement de la notation par Moody's et de préoccupations relatives à de nouvelles hausses du déficit du compte de transactions courantes et de l'inflation. La Latvijas Banka n'est pas intervenue à cette occasion, mais les conditions du marché monétaire sont toutefois demeurées tendues.

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 38). La couronne tchèque et le zloty polonais se sont appréciés vis-à-vis de l'euro sur la plus grande partie de 2007, s'établissant, respectivement, à un niveau contre euro 8,3 % et 7,8 % plus élevé le 29 février 2008 que début 2007. Après une période de relative stabilité au cours des trois premiers trimestres 2007, la livre sterling s'est nettement dépréciée contre euro en raison du renforcement de l'incertitude économique découlant en partie de perspectives de croissance moins favorables, liées également à l'affaiblissement du marché immobilier. Par conséquent, le 29 février 2008, la livre sterling s'inscrivait vis-à-vis de l'euro à un niveau inférieur de 13,6 % à celui du 2 janvier 2007. En raison tant de facteurs domestiques que de la vigueur généralisée de l'euro, le leu roumain et la couronne suédoise ont également connu une période de faiblesse vis-à-vis de l'euro, fléchissant de 10,3 % et 4,1 %, respectivement, au cours de la période sous revue. En dépit de certaines fluctuations, le forint hongrois est demeuré globalement inchangé en 2007, se dépréciant légèrement début 2008. Le 25 février 2008, la Magyar Nemzeti Bank, en accord avec le gouvernement hongrois, a décidé de supprimer les marges de fluctuation autour du forint et a introduit un régime de flottement pur. Enfin, le lev bulgare est resté stable contre euro à 1,95583, reflétant le maintien de la politique de change bulgare dans le cadre du dispositif de caisse d'émission ancré à l'euro.

**Graphique 38 Variations du taux de change de l'euro vis-à-vis des monnaies de l'UE n'appartenant pas au MCE II**

(en pourcentage)



Source : Calculs des services de la BCE

Note : Une valeur positive (négative) indique une appréciation (dépréciation) de l'euro. Les variations portent sur la période allant du 2 janvier 2007 au 29 février 2008.

## LES ÉVOLUTIONS FINANCIÈRES

Entre janvier 2007 et février 2008, l'évolution des rendements des emprunts publics à long terme dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro<sup>10</sup> a été analogue à celle de la zone euro et s'est caractérisée par une hausse dans la première partie de l'année, suivie d'une baisse à partir d'août dans le contexte des turbulences mondiales sur les marchés de capitaux.

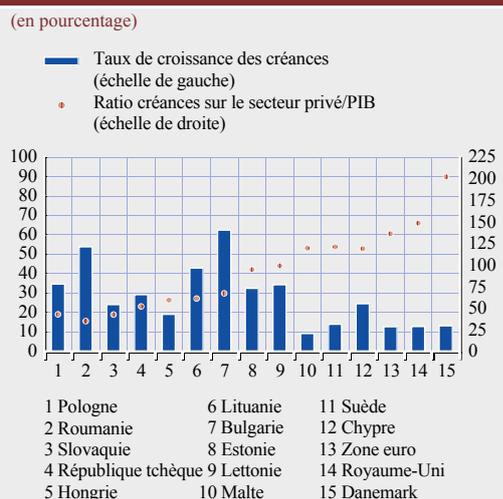
En février 2008, les taux d'intérêt à long terme dans les États membres de l'UE hors zone euro se situaient, en moyenne, 25 points de base environ au-dessus de leur niveau de début 2007, tandis qu'ils avaient augmenté de plus de 30 points de base dans la zone euro. Les hausses les plus importantes sont intervenues en Bulgarie (près de 100 points de base), en République tchèque, en Hongrie et en Pologne (quelque 80 points de base), reflétant essentiellement la détérioration des perspectives en matière d'inflation. Tout en restant assez élevés, les taux d'intérêt à long terme en Roumanie ont baissé de 50 points de base entre janvier 2007 et février 2008.

En comparaison des taux de la zone euro, les écarts de rendement des emprunts publics des États membres de l'UE hors zone euro ont enregistré des évolutions contrastées en février 2008 par rapport au début de l'année précédente. Les différentiels de taux d'intérêt à long terme sont restés relativement élevés en Roumanie et en Hongrie où ils se situaient aux alentours de 340 et 280 points de base, respectivement. Dans ces pays, les évolutions budgétaires et les déséquilibres extérieurs ont contribué à maintenir les écarts de taux d'intérêt à long terme à un niveau élevé. En outre, pour la Roumanie, cette évolution résulte de taux d'inflation élevés au cours des dernières années.

Dans l'ensemble, les marchés boursiers de la plupart des États membres de l'UE hors zone euro ont été bien orientés entre janvier 2007 et février 2008. Ils ont notamment progressé en Bulgarie, à Chypre et en Roumanie, où ils ont

10 Il n'existe pas de taux d'intérêt à long terme comparables dans le cas de l'Estonie.

### Graphique 39 Créances sur le secteur privé en 2007



Sources : BRI, BCE, Eurostat, Central Bank of Cyprus et Bank of England

Notes: Les données se rapportent aux créances sur les résidents hors IFM à l'exception des administrations publiques. Le taux de croissance des créances des différents pays en 2007 est établi à partir du dernier mois disponible. Les données pour le Royaume-Uni sont fondées sur une définition nationale.

affiché une performance nettement supérieure à la moyenne des marchés de la zone euro, mesurée par l'indice Dow Jones EuroStoxx. En Estonie et en Lettonie, cependant, les cours boursiers étaient revenus fin février 2008 aux niveaux moyens observés en 2006, après avoir atteint des sommets courant 2007. Dans la plupart des États membres de l'UE hors zone euro, les indices boursiers ont commencé par baisser dans le sillage des turbulences sur les marchés de capitaux mondiaux durant les mois d'été, certains investisseurs retirant leurs actifs des marchés boursiers afin d'améliorer leur liquidité globale. Le ressenti négatif envers les marchés boursiers s'est légèrement amélioré en septembre et en octobre 2007. Par la suite, cependant, les marchés d'actions dans la plupart des pays de l'UE-14 ont à nouveau baissé sous l'effet d'une moindre appétence pour le risque au niveau mondial, à l'instar des marchés boursiers de la zone euro et des autres grandes économies.

En 2007, la croissance des concours au secteur privé est restée soutenue dans tous les États

membres de l'UE hors zone euro. Vers la fin de l'année, la croissance annuelle du crédit a semblé se stabiliser dans de nombreux pays, reflétant en partie la hausse des taux d'intérêt bancaires. Toutefois, elle a continué de s'accélérer dans certains pays comme la Bulgarie, la République tchèque, la Lituanie et la Pologne. La croissance du crédit a été particulièrement soutenue dans les économies en forte croissance des États baltes, de Bulgarie, de Pologne et de Roumanie, où le taux de progression s'est inscrit entre 32 % et 62 % fin 2007. En République tchèque, à Chypre, en Hongrie et en Slovaquie, la hausse annuelle des concours au secteur privé s'est établie entre 19 % et 29 % en 2007. L'expansion rapide du crédit dans ces économies, à l'exception de Chypre, doit être considérée dans un contexte d'approfondissement financier. En effet, les ratios de créances sur le secteur privé par rapport au PIB de tous les pays de l'UE-11, à l'exception de Chypre et de Malte, demeurent bien inférieurs à la moyenne de la zone euro. Cependant, l'expansion rapide du crédit représente également un risque dans la mesure où elle contribue dans certains pays à la vigueur de la demande intérieure, et par conséquent à des déséquilibres extérieurs et intérieurs excessifs. En outre, la part élevée et croissante des emprunts libellés en devises étrangères constitue un sujet de préoccupation dans un certain nombre de pays. Au Danemark, en Suède et au Royaume-Uni, le taux de progression annuel des concours au secteur privé a atteint environ 13 % fin 2007.

### LA POLITIQUE MONÉTAIRE

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

En 2007, la politique monétaire et les régimes de change des États membres de l'UE hors zone euro n'ont guère varié, bien que certaines améliorations aient été apportées au cadre de la politique monétaire de plusieurs de ces pays dans la perspective de l'intégration monétaire.

**Tableau 11 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 : 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 du cours pivot de DKK 7,46038 par euro.
Estonie	Objectif de taux de change	Couronne estonienne	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de EEK 15,6466 par euro. L'Estonie maintient son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Chypre	Objectif de taux de change	Livre chypriote	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de CYP 0,585274 par euro.
Lettonie	Objectif de taux de change	Lats letton	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de LVL 0,702804 par euro. La Lettonie maintient une marge de fluctuation de ± 1 % dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Lituanie	Objectif de taux de change	Litas lituanien	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de LTL 3,45280 par euro. La Lituanie maintient son dispositif de caisse d'émission dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Hongrie	cible d'inflation	Forint hongrois	Cible d'inflation : 3 %, ± 1 point de pourcentage à moyen-terme. Flottement pur depuis février 2008, date à laquelle l'ancrage à l'euro a été supprimé.
Malte	Objectif de taux de change	Lire maltaise	Participait au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de MTL 0,429300 par euro. Malte a maintenu le taux de change de la lire à son cours pivot par rapport à l'euro dans le cadre d'un engagement unilatéral.
Pologne	Cible d'inflation	Zloty polonais	Cible d'inflation : 2,5 %, ± 1 point de pourcentage (évolution en glissement annuel de l'IPC). Régime de change : flottement pur
Roumanie	Cible d'inflation	Leu roumain	Cible d'inflation : 4 %, 3,8 % et 3,5 %, ± 1 point de pourcentage pour fin 2007, 2008 et 2009, respectivement. Régime de change : flottement administré
Slovaquie	Cible d'inflation sous les conditions du MCE II	Couronne slovaque	Participe au MCE II avec une marge de fluctuation de ± 15 % autour du cours pivot de SKK 35,4424 par euro. Pour la période 2006-2008, la cible porte sur une inflation inférieure à 2,5 % à fin 2006 et inférieure à 2 % à fin 2007 et fin 2008.
Suède	Cible d'inflation	Couronne suédoise	Cible d'inflation : hausse de 2 % de l'IPC avec une marge de tolérance de ± 1 point de pourcentage. Régime de change : flottement pur
Royaume-Uni	Cible d'inflation	Livre sterling	Cible d'inflation : 2 %, mesurée par la hausse en glissement annuel de l'IPC <sup>1)</sup> . En cas d'écart supérieur à 1 point de pourcentage, le CPM devra adresser une lettre ouverte au ministre des Finances. Régime de change : flottement pur.

Source : SEBC

1) L'IPC est identique à l'IPCH.

Cependant, en février 2008, la Hongrie a supprimé l'ancrage de son taux de change à l'euro et a adopté une véritable stratégie de cible d'inflation avec un flottement pur du taux de change.

S'agissant des décisions intervenues entre janvier 2007 et février 2008, la plupart des banques centrales participant au MCE II ont adopté des mesures visant à resserrer les conditions de la politique monétaire. Ces mesures ont souvent reflété celles de la BCE, qui a relevé le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 50 points de base au total en deux étapes (en mars et en juin), pour le porter à 4,0 %.

Българска народна банка (Bulgarian National Bank), l'Eesti Pank et le Lietuvos bankas n'ont pas de taux directeur en raison de leur système de caisse d'émission, ils s'ajustent automatiquement sur les taux fixés par la BCE. Toutefois, compte tenu de la forte inflation, plusieurs BCN ont pris des mesures supplémentaires. Българска народна банка (Bulgarian National Bank) a supprimé en janvier 2007 l'obligation de constituer des réserves supplémentaires pour les banques qui dépassent certains plafonds de croissance du crédit. Dans le même temps, pour atténuer la forte croissance du crédit, elle a décidé de relever le taux des réserves obligatoires de 400 points de base à 12 %. Face à la volatilité accrue du taux de change nominal du lats letton, à la persistance d'une inflation très élevée et à la surchauffe de la demande intérieure, la Latvijas Banka a relevé son taux de refinancement d'un total de 100 points de base pour le porter à 6,0 % et le taux de sa facilité de prêt marginal d'un total de 150 points de base pour le porter à 7,5 % dans les cinq premiers mois de 2007, et est intervenue sur le marché des changes à plusieurs reprises. Malgré la hausse des taux directeurs, les taux d'intérêt réels à court terme demeurent négatifs, dans les quatre pays susmentionnés, dans un contexte de progression soutenue du PIB en volume, d'accentuation des tensions inflationnistes et de persistance de déséquilibres extérieurs importants.

S'alignant sur les décisions de la BCE, la Danmarks Nationalbank a relevé son taux directeur en deux temps pour le porter à 4,25 %. Le 12 mars et le 6 juin 2007, la Central Bank of Cyprus a relevé les taux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt au jour le jour de 25 points de base à chaque fois à, respectivement, 5,0 % et 3,0 %, afin d'établir progressivement une marge de 1 point de pourcentage entre ces deux taux et le taux principal de refinancement à Chypre, qui restait fixé à 4,5 %. En décembre 2007, le taux des opérations principales de refinancement a été abaissé de 50 points de base pour se retrouver aligné sur celui de la zone euro à 4 %. Le Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta a relevé son taux d'intervention à deux reprises de 25 points de base le 25 janvier et le 29 mai 2007 pour le porter à 4,25 %. Ces décisions ont été prises dans un contexte de nouveau recul des réserves extérieures et de net rétrécissement du différentiel de taux d'intérêt à court terme vis-à-vis de l'euro en faveur de la lire maltaise, découlant essentiellement de la hausse des taux d'intérêt dans la zone euro. En décembre 2007, le principal taux directeur a été abaissé de 25 points de base, se trouvant ainsi réaligné sur celui de la zone euro. Les dernières décisions en matière de taux d'intérêt prises par les banques centrales de Chypre et de Malte s'inscrivaient dans leur préparation finale avant de rejoindre la zone euro le 1<sup>er</sup> janvier 2008. La Národná banka Slovenska a abaissé son taux de prise en pension d'un total de 50 points de base pour le ramener à 4,25 % le 25 avril 2007 (et a élargi le corridor des taux au jour le jour autour de ce taux), en raison de perspectives d'inflation plus modérées.

Les décisions de politique monétaire des BCN ayant des cibles d'inflation et ne participant pas au MCE II ont divergé d'un pays à l'autre, reflétant essentiellement leurs différences en termes de position dans le cycle conjoncturel et de perspectives d'inflation. Compte tenu de l'accentuation des tensions inflationnistes et d'une révision à la hausse de ses prévisions d'inflation pour 2007 et 2008, la Česká národní banka a majoré son taux de refinancement à quatre reprises en 2007, de 100 points de base au total, pour le porter à 3,5 %. Le Narodowy Bank

Polski a relevé son taux directeur, en quatre étapes, de 100 points de base au total, pour le porter à 5 %. En janvier et février 2008, le taux directeur a été à nouveau relevé, de 50 points de base au total, à 5,5 %. Ce resserrement a été jugé nécessaire compte tenu de la probabilité que l'inflation dépasse la cible en raison d'une croissance du PIB supérieure à son potentiel, de la hausse des rémunérations et des coûts salariaux unitaires et d'un assouplissement de la politique budgétaire. La Sveriges Riksbank a relevé son taux directeur en cinq étapes, de 125 points de base au total, pour le porter à 4,25 %, en février 2008 afin de ramener les prévisions d'inflation au niveau de l'objectif de 2 %.

En 2007, la Bank of England a relevé son taux directeur à trois reprises, d'un total de 75 points de base, à 5,75 %, en raison essentiellement de la forte croissance et du niveau élevé de l'inflation. Toutefois, par la suite, elle l'a abaissé de 50 points de base, à 5,25 %. Ces dernières décisions ont été prises au vu de signes de ralentissement du rythme de la croissance.

Contrairement à la plupart des autres pays, la Magyar Nemzeti Bank a abaissé son taux directeur en deux étapes, de 50 points de base au total, le ramenant à 7,5 %, la cible d'inflation à moyen terme semblant possible à atteindre. En 2007, la Banca Națională a României a réduit son taux directeur à quatre reprises, d'un total de 175 points de base, pour le ramener à 7,0 % en juin, compte tenu de l'amélioration des perspectives d'inflation et d'une appréciation du taux de change nominal plus forte que prévu. Toutefois, en octobre 2007, janvier et février 2008, le taux directeur a été relevé de 200 points de base au total, à 9,0 %, en raison de la détérioration des perspectives d'inflation due à des chocs observés tant du côté de l'offre que de celui de la demande.



## CHAPITRE 2

# LES OPÉRATIONS ET LES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE

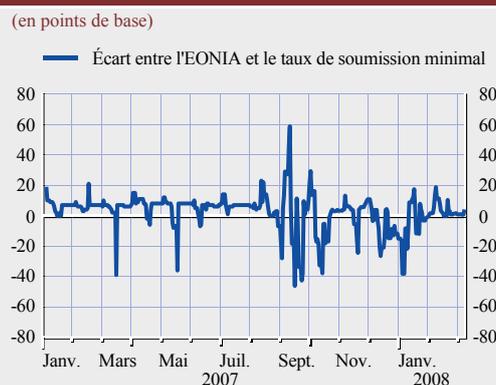
# I LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE, LES OPÉRATIONS DE CHANGE ET LES ACTIVITÉS DE PLACEMENT

## 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 inclut également le système de réserves obligatoires, ces instruments sont utilisés pour gérer les conditions de la liquidité sur le marché monétaire interbancaire, afin, en premier lieu, de piloter les taux d'intérêt à très court terme – en particulier, le taux du marché monétaire au jour le jour – vers un niveau proche du taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement, qui est le taux directeur de l'Eurosystème.

Le Conseil des gouverneurs a relevé le taux de soumission minimal de 25 points de base à deux reprises en 2007, le 8 mars et le 6 juin, le portant à respectivement 3,75 et 4 %. Comme observé depuis la révision du cadre opérationnel en mars 2004, ces modifications de taux d'intérêt n'ont influencé significativement les conditions de la liquidité et le taux du marché monétaire au jour le jour que lorsqu'elles ont enfin pris effet. Le cadre modifié a donc considérablement contribué à soustraire les taux d'intérêt à très court terme du marché monétaire à l'incidence des anticipations de changement de l'orientation de la politique monétaire. Cependant, l'Eurosystème a connu, après le 9 août 2007, l'une des périodes les plus difficiles depuis l'introduction de l'euro pour la mise en œuvre de la politique monétaire, après que les turbulences prévalant sur les marchés financiers et émanant du marché américain des prêts hypothécaires à risque se furent propagées au marché monétaire en euro. L'Eurosystème est intervenu dès les premières heures d'assèchement de la liquidité sur le marché monétaire en euro le matin du 9 août en fournissant au marché 95 milliards d'euros de liquidité supplémentaire à son taux directeur de 4 % par le biais d'une opération de réglage fin au jour le jour. Il s'agissait du volume

Graphique 40 Écart entre l'EONIA et le taux de soumission minimal



Source : BCE

le plus important alloué jusque-là au cours d'une opération de réglage fin. Les opérations d'*open market* menées par l'Eurosystème ont continué à être fortement guidées par les turbulences jusqu'à la fin de 2007. L'encadré 9 décrit les mesures opérationnelles spécifiques auxquelles l'Eurosystème a eu recours pour atténuer les tensions sur le marché monétaire et met en évidence le rôle du dispositif de garanties en tant que support à la conduite de la politique monétaire durant cet épisode de volatilité des marchés financiers.

Un indicateur particulièrement pertinent en vue d'évaluer l'efficacité du pilotage des taux d'intérêt à très court terme par la BCE est l'écart entre le taux du marché monétaire au jour le jour, mesuré par l'Eonia (taux moyen au jour le jour de l'euro), un taux de référence important pour le marché monétaire, et le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement (cf. graphique 40). En 2007, cet écart s'est établi en moyenne à 3 points de base, contre 8 points en 2006. Parallèlement, la volatilité de l'écart entre l'Eonia et le taux de soumission minimal, mesurée par l'écart type, s'est accrue pour atteindre 12 points de base en 2007, contre 5 points l'année précédente. Ces évolutions reflètent principalement le contexte plus volatil observé à partir du 9 août. Même si la BCE est parvenue à piloter le taux moyen

au jour le jour vers un niveau relativement proche du taux de soumission minimal au cours de l'année, l'écart type de la différence entre l'Eonia et le taux de soumission minimal s'est inscrit en hausse, passant de 6 points de base avant le 9 août à 17 points à partir de cette date. Sur la même période, le niveau moyen de l'écart est revenu de 6 points de base à -3 points.

### 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 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.

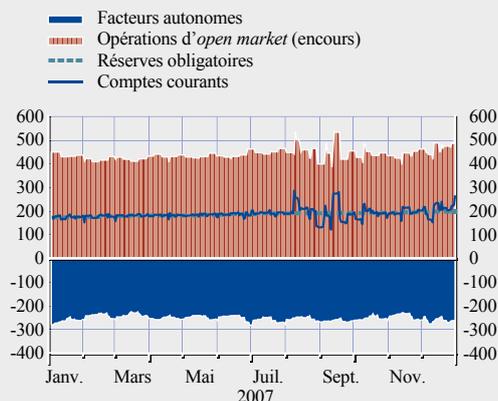
En 2007, les besoins journaliers de refinancement du système bancaire de la zone euro se sont élevés en moyenne à 441,5 milliards d'euros, ce qui représente une progression de 5 % par rapport à 2006 (cf. graphique 41). Cette augmentation est principalement imputable à la croissance continue du montant moyen des réserves obligatoires (+ 14 %), qui a ainsi atteint 187,4 milliards d'euros. Cette dernière n'a été que partiellement contrebalancée par un recul de 2 % des facteurs autonomes, qui se sont établis à 252,2 milliards d'euros. Parmi les facteurs autonomes, les billets en circulation ont fortement progressé, bien que le taux de croissance soit revenu de 11 % en 2006 à 9 % en 2007. L'effet de retrait de liquidité exercé par la croissance des billets a toutefois été plus qu'atténué par d'autres facteurs autonomes. Même si les excédents moyens de réserves pour les périodes de constitution s'achevant en 2007 ont progressé de 0,2 milliard d'euros pour s'élever à 0,9 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 se sont élevées en 2007 à 2 % de l'assiette des réserves des établissements de crédit. C'est la croissance de l'assiette des réserves, dont le calcul est fonction de certaines exigibilités à court terme reprises aux bilans des établissements de crédit, qui explique la progression susmentionnée de 14 % du montant total des réserves obligatoires en 2007. 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, du taux marginal des opérations principales de refinancement. 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

**Graphique 41 Facteurs de la liquidité dans la zone euro en 2007**

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE

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 sur leurs comptes, 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 gérer les conditions de la liquidité sur le marché et signaler l'orientation

de la politique monétaire. En 2007, elles ont été effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux variable, assortis d'un taux de soumission minimal, qui est le taux directeur de la BCE. Alors qu'un large éventail de contreparties (au nombre de 1 693 à la fin de 2007) sont éligibles pour ces opérations, 338 d'entre elles en moyenne y ont effectivement participé en 2007, ce qui représente une baisse de 10 % par rapport à 2006 (377). Jusqu'au 8 août, la BCE a alloué en moyenne 292 milliards d'euros lors des opérations principales de refinancement. Elle a toujours fourni 1 milliard d'euros de liquidité de plus que le montant de référence, qui est calculé de façon à permettre aux contreparties de respecter leurs obligations en matière de réserves de manière harmonieuse jusqu'au règlement de l'opération principale de refinancement<sup>1</sup>

<sup>1</sup> L'allocation de référence permet aux contreparties de maintenir globalement leurs avoirs en comptes courants à un niveau proche de leurs réserves obligatoires, compte tenu des besoins de refinancement prévus et des déséquilibres de liquidité qui se sont déjà accumulés depuis le début de la période de constitution. Pour une définition exacte de l'allocation de référence, cf. l'encadré intitulé *Publication du montant de l'allocation de référence dans le cadre des opérations principales de refinancement* du *Bulletin mensuel* de la BCE d'avril 2004

#### Encadré 9

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

#### Avancer la fourniture de liquidité au cours de la période de constitution de réserves

Dans le cadre de ses opérations d'*open market*, l'Eurosystème fournit généralement de la liquidité de manière à permettre aux établissements de crédit de maintenir leurs comptes courants auprès de celui-ci à un niveau proche de leurs réserves obligatoires, remplissant ainsi ces obligations proportionnellement au cours de la période de constitution. Un tel objectif est atteint en allouant des montants proches du montant de référence lors des opérations principales de refinancement. Cette politique d'adjudication vise à maintenir les taux à très court terme à un niveau proche du principal taux directeur, c'est-à-dire le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement menées par l'Eurosystème. Toutefois, après que les turbulences prévalant sur les marchés financiers se furent propagées au marché monétaire au jour le jour de l'euro le matin du 9 août 2007, il est apparu que les établissements de crédit ont désormais préféré satisfaire leurs obligations de réserves relativement tôt au cours de la période de constitution en raison de signes laissant présager une contraction des transactions sur les compartiments à plus long terme du marché monétaire.

Afin de réaliser l'objectif qu'elle s'est fixé pour les taux d'intérêt à très court terme, la BCE a « préalimenté » la fourniture de réserves. Elle a donc accru son apport de liquidité au début de la période de constitution, tout en le réduisant en fin de période<sup>1</sup>. Cette « préalimentation » de réserves lors des premiers jours suivant le 9 août fut réalisée en injectant de la liquidité supplémentaire dans le cadre de quatre opérations de réglage fin au jour le jour. Une cinquième opération de réglage fin au jour le jour a été effectuée au début du mois de septembre. Par la suite, la liquidité supplémentaire fournie au début des périodes de constitution l'a principalement été lors des opérations principales de refinancement habituelles. Dans tous les cas, l'apport de liquidité est resté inchangé pour l'ensemble de la période de constitution, seul le moment de l'approvisionnement a été adapté. Ce changement se reflète dans l'évolution de l'excédent de réserves

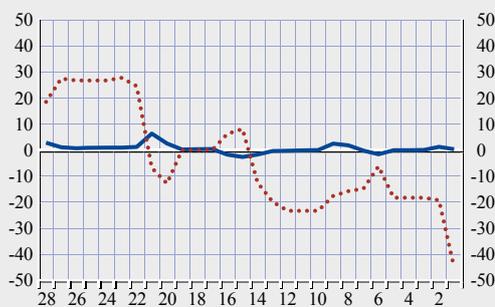
journalier, qui correspond à la différence entre les avoirs en compte courant des établissements de crédit et les réserves obligatoires au cours d'une période de constitution (cf. graphique). Alors que l'excédent de réserves journalier était en moyenne assez proche de zéro lors des périodes de constitution antérieures à août 2007, il fut nettement supérieur à zéro au début des périodes de constitution suivantes et bien inférieur à zéro à la fin de ces périodes.

Le 8 octobre et le 23 novembre, la BCE a annoncé<sup>2</sup> (via les réseaux d'information financière) qu'elle allait renforcer sa politique de « préalimentation » et piloter la liquidité vers des conditions plus équilibrées, y compris, le cas échéant, durant la période de constitution, afin de maintenir les taux d'intérêt à court terme à un niveau proche du taux de soumission minimal. Conformément à cette annonce, la BCE a régulièrement alloué des montants nettement supérieurs au montant de référence lors des opérations principales de refinancement. Par ailleurs, la BCE a mené des opérations de réglage fin dès que de fortes pressions à la baisse commençaient à apparaître sur le taux d'intérêt au jour le jour. Outre les opérations de réglage fin habituelles conduites le dernier jour de la période de constitution, de telles opérations de réglage fin de retrait de liquidité ont été effectuées le 12 octobre, les 7 et 17 décembre ainsi qu'en fin d'année (cf. ci-dessous). Le 14 janvier 2008, la BCE a confirmé qu'elle poursuivrait sa politique de « préalimentation » aussi longtemps que nécessaire.

### Excédent de réserves journalier au cours d'une période de constitution

Axe des abscisses : nombre de jours restant à courir jusqu'à la fin de la période de constitution  
Axe des ordonnées : moyenne des excédents de réserves journaliers observés, en milliards d'euros

— Excédent de réserves journalier (pour les périodes de constitution des réserves se terminant entre août 2005 et août 2007)  
- - - Excédent de réserves journalier (pour les périodes de constitution des réserves se terminant entre septembre 2007 et février 2008)



Source : BCE

1 L'Eurosystème avait « préalimenté » l'offre de réserves dès avant l'apparition des turbulences en fournissant un montant de liquidité légèrement supérieur à l'adjudication de référence lors des opérations principales de refinancement. Cependant, l'ampleur de la « préalimentation » fut nettement plus importante durant la période de tensions affectant les marchés financiers, comme l'illustre le graphique.

2 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>.

### Opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires

La volatilité des marchés financiers semble avoir poussé les banques à opter pour une réduction de leur besoin futur de refinancement, ce qui a entraîné de graves tensions sur le marché monétaire, non seulement sur le compartiment à court terme, mais également sur celui à plus long terme, où un volume de transactions très faible a été signalé. Afin de favoriser une normalisation des conditions, l'Eurosystème a accru la part du refinancement fournie par les opérations de refinancement à plus long terme assorties d'une échéance de trois mois, tout en réduisant la part fournie par les opérations principales de refinancement d'une durée d'une semaine. En conséquence, le montant total du refinancement en cours est demeuré inchangé, tandis que l'échéance moyenne a été étendue, réduisant ainsi temporairement le besoin futur de refinancement du système bancaire. Plus spécifiquement, deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires assorties d'une échéance de trois mois ont été menées le 23 août et le 12 septembre pour respectivement 40 et 75 milliards d'euros. Alors que les opérations mensuelles de refinancement à plus long terme ont été effectuées comme prévu, le montant total du refinancement fourni par des opérations de refinancement à plus long terme est passé de 150 milliards d'euros (trois adjudications de 50 milliards) à 265 milliards, alors que l'ampleur des opérations principales de refinancement est revenue de quelque 300 milliards d'euros à moins de 200 milliards. Les opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires ont été renouvelées lorsqu'elles sont arrivées à échéance en novembre et en décembre, en portant le montant des adjudications à 60 milliards d'euros chacune. Il a été annoncé le 7 février 2008 qu'elles seraient de nouveau renouvelées en février et en mars 2008.

### Mesures spécifiques adoptées en fin d'année

Les banques sont habituellement moins enclines à accorder des prêts sur le marché monétaire au cours des dernières semaines de l'année, en raison de préoccupations bilancielles. Ce phénomène bien connu promettait d'être particulièrement manifeste en 2007. Dans un communiqué de presse diffusé le 30 novembre, la BCE a dès lors annoncé l'adoption de mesures spécifiques afin d'atténuer les tensions au cours de cette période. L'échéance de l'opération principale de refinancement du 18 décembre a été exceptionnellement étendue d'une à deux semaines, de sorte que les banques puissent couvrir leur besoin de refinancement pour Noël et la fin de l'année préalablement à cette période difficile. Le 17 décembre, la BCE a également indiqué, *via* les réseaux d'information financière, que, dans le cadre de cette opération principale de refinancement d'une durée de deux semaines, elle s'écarterait de la procédure d'adjudication habituelle et satisferait toutes les offres égales ou supérieures au taux moyen pondéré de l'opération principale de refinancement précédente, lequel était de 4,21 %. Cette décision a principalement été motivée par la crainte de voir les taux de soumission atteindre des niveaux indésirables en raison des besoins de refinancement. Par conséquent, la BCE a alloué 348,6 milliards d'euros, soit 168,1 milliards de plus que le montant de référence. Une telle abondance de liquidité a exercé une pression à la baisse sur le taux au jour le jour. Afin d'atténuer cette pression, la BCE a mené plusieurs opérations de réglage fin de retrait de liquidité. La dernière d'entre elles est intervenue le 3 janvier, c'est-à-dire le jour précédant le règlement de la première opération principale de refinancement en 2008. En moyenne, la BCE a prélevé 143,8 milliards d'euros par jour par le biais d'opérations de réglage fin. Toutefois, elle a également fourni 20 milliards d'euros de liquidité supplémentaire à un taux d'appels d'offres marginal de 4,20 % lors de l'opération principale de refinancement couvrant la fin de l'année, satisfaisant ainsi à de nouvelles demandes de liquidité émanant de contreparties au cours de cette période. À la suite de l'offre très abondante de liquidité, l'EONIA était de 8 points de base inférieur au taux de soumission minimal le dernier jour

de transaction de 2007, alors qu'il était de 19 et 17 points de base supérieur à ce taux lors des deux années précédentes.

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

Les banques de la zone euro semblant être particulièrement préoccupées par la disponibilité de leur financement libellé en dollars, la BCE a mis en place un dispositif temporaire d'échange réciproque de devises (accord de *swap*), de façon coordonnée avec le dispositif temporaire d'adjudication en dollars (*US dollar Term Auction Facility*) du Système fédéral de réserve. 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 en deux opérations réglées les 20 et 27 décembre. De telles opérations ont également été menées par la Banque nationale suisse. Dans le cadre des opérations de l'Eurosystème, des financements de 10 milliards de dollars chacun ont été fournis aux contreparties ayant accès à la facilité de prêt marginal pour une durée d'un mois environ. Les deux opérations ont été effectuées à un taux fixe égal au taux marginal des adjudications simultanées de la Réserve fédérale, lequel était respectivement de 4,65 et 4,67 %, et ont attiré un montant de soumissions de 22 milliards de dollars le 17 décembre et de 14 milliards de dollars le 20 décembre. Ces opérations n'ont pas eu une incidence directe sur les conditions de la liquidité dans la zone euro, mais visaient à améliorer les conditions de financement au niveau mondial. Elles ont été renouvelées en janvier 2008, mais le besoin de refinancement en dollars s'est atténué comme le montre la baisse du volume des soumissions. La BCE n'a pas mené d'opérations de financement en dollars en février.

### **Le dispositif de garanties au cours de la période de volatilité des marchés financiers**

Étant donné qu'il accepte une large gamme de garanties, le dispositif de garanties de l'Eurosystème était bien équipé pour soutenir la mise en œuvre de la politique monétaire durant la période de tensions sur les marchés financiers. Comme l'illustrent les graphiques 42 et 43, la quantité suffisante de garanties n'a pas été une contrainte pour l'Eurosystème, même lors du pic de financement durant les turbulences. Dans ce contexte, le dispositif de garanties a facilité l'accès d'un grand nombre de contreparties à la monnaie de banque centrale.

suivante, à une exception près (lorsque 2 milliards d'euros de plus que le montant de référence ont été alloués). La BCE a ainsi poursuivi sa politique entamée en octobre 2005 visant à adjuger un montant de liquidité légèrement supérieur au montant de référence pour contrer les apparentes pressions à la hausse s'exerçant sur l'écart entre l'Eonia et le taux de soumission minimal. Après le 9 août, l'adjudication moyenne est revenue à 200 milliards d'euros, en raison de l'octroi de liquidité additionnelle par le biais d'opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires (cf. ci-après ainsi que l'encadré 9).

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. Elles sont exécutées par voie d'appels d'offres normaux à taux variable (les taux de soumission n'étant pas limités), dont le montant (fixé à 50 milliards depuis le début de 2007) est annoncé préalablement. Les opérations de refinancement à plus long terme sont accessibles au même éventail de contreparties que les opérations principales de refinancement ; 145 d'entre elles en moyenne ont participé à ces opérations en 2007, contre 162 en 2006. Après le 9 août 2007, deux opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires

(avec règlement le 24 août et le 13 septembre) ont été effectuées et par la suite renouvelées tout en ajustant le montant total alloué. À la fin de 2007, l'encours des opérations de refinancement à plus long terme était de 268 milliards d'euros, ce qui représente une progression de 80 % par rapport à l'encours au début août.

La BCE réalise de façon ponctuelle des opérations de réglage fin en vue de gérer les conditions de la liquidité sur le marché et piloter les taux d'intérêt. Pour ces opérations qui peuvent revêtir la forme d'opérations d'apport ou de retrait de liquidité, 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 127 à la fin de 2007). En 2007, la BCE a mené 24 opérations de réglage fin ; 18 d'entre elles ont été lancées après le 9 août à la suite des turbulences sur les marchés financiers. Ce chiffre est à rapprocher des 31 opérations de réglage fin effectuées sur une période de huit ans, de 1999 à 2006. Les six opérations réalisées avant le 9 août l'ont été afin de parvenir à des conditions de liquidité équilibrées le dernier jour de la période de constitution, comme ce fut le cas depuis novembre 2004. Quatre d'entre elles étaient destinées à retirer de la liquidité et deux à en fournir, reflétant la probabilité légèrement plus élevée d'un excédent de liquidité après une adjudication supérieure au montant de référence lors de la dernière opération principale de refinancement de la période de constitution. Le montant prévu n'a pas pu être atteint à deux reprises dans le cadre d'une opération de retrait de liquidité, en raison d'un volume insuffisant de soumissions. Les opérations de réglage fin menées en fin de période de constitution se sont poursuivies après le 9 août. Cependant, la plupart de celles-ci (14 au total) avaient pour objectif de contrer les fluctuations des conditions de la liquidité et du taux au jour le jour à la suite des turbulences survenues sur les marchés financiers au cours de la période de constitution (cf. encadré 9).

#### LES FACILITÉS PERMANENTES

Les contreparties peuvent, de leur propre initiative, recourir à deux facilités permanentes pour obtenir

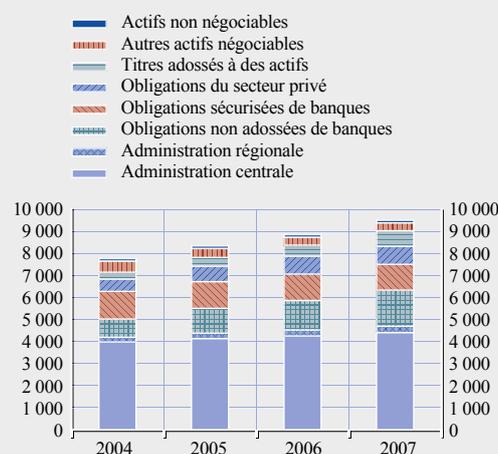
de la liquidité à 24 heures contre des actifs éligibles ou pour constituer des dépôts à 24 heures auprès de l'Eurosystème. À la fin de 2007, 2 122 contreparties ont eu accès à la facilité de prêt marginal et 2 798 à la facilité de dépôt. Les taux appliqués à ces facilités, respectivement supérieurs et inférieurs de 100 points de base au taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement, 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. En 2007, le recours journalier moyen à la facilité de prêt marginal s'est élevé à 0,2 milliard d'euros, tandis que le recours journalier moyen à la facilité de dépôt a atteint 0,5 milliard, soit une hausse de respectivement 0,1 et 0,3 milliard d'euros par rapport à l'année précédente. L'accroissement du recours moyen à la facilité de dépôt est imputable aux évolutions survenues après le 9 août.

#### 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 doivent s'appuyer sur des garanties appropriées. Ce concept d'adéquation vise, d'une part, à éviter à l'Eurosystème d'encourir des pertes à l'occasion

**Graphique 42 Garanties éligibles par types d'actifs**

(montants en milliards d'euros ; moyennes annuelles)



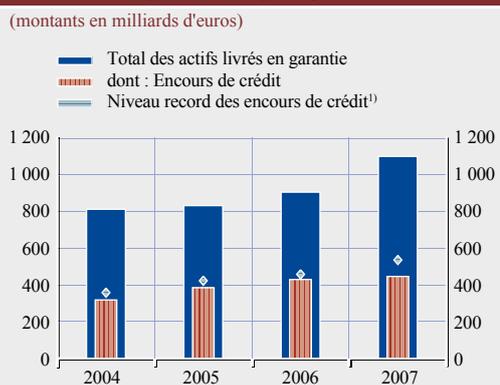
Source : BCE

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. Le dispositif ainsi mis en place s'est révélé être un facteur de stabilisation lors des turbulences survenues sur les marchés financiers, étant donné que les contreparties étaient certaines de disposer de garanties suffisantes pour accéder aux opérations de crédit de l'Eurosystème.

En 2007, la valeur moyenne des actifs négociables éligibles a augmenté de 7,7 % par rapport à 2006, atteignant un montant total de 9 500 milliards d'euros (cf. graphique 42). Les titres d'État ont représenté 49 % du total, soit un montant de 4 700 milliards d'euros, le reste prenant la forme d'obligations non adossées émises par les établissements de crédit (1 600 milliards ou 17 %), d'obligations sécurisées émises par les établissements de crédit (1 200 milliards ou 12 %), d'obligations émises par les entreprises (800 milliards ou 9 %), de titres adossés à des actifs (700 milliards ou 8 %) et d'autres obligations, telles que les titres émis par les institutions supranationales (400 milliards ou 4 %). En outre, les actifs non négociables, comprenant en particulier les créances sous la forme de crédits (aussi appelées « prêts bancaires ») ont été inclus dans la liste unique des actifs éligibles au 1<sup>er</sup> janvier 2007. Toutefois, dans la mesure où le caractère éligible de ces actifs n'est évalué qu'au moment où ils sont mobilisés, leur volume potentiel ne peut pas être facilement mesuré. Leur utilisation en 2007 a atteint 100 milliards d'euros, ce qui représente 1 % du montant total des actifs éligibles dans l'Eurosystème.

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 906 milliards d'euros en moyenne en 2006 à 1 101 milliards en 2007. Cette progression est principalement

**Graphique 43 Actifs livrés en garantie dans les opérations de crédit de l'Eurosystème comparés aux encours de crédit dans les opérations de politique monétaire**



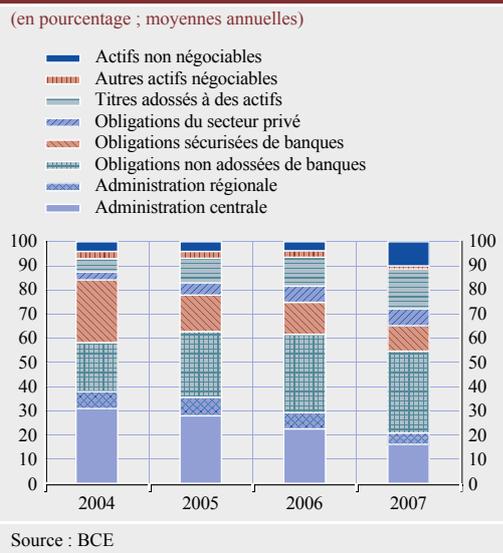
Source : BCE  
1) Niveau record des encours de crédit pour les opérations de politique monétaire

imputable au dépôt par les contreparties d'un grand nombre de garanties supplémentaires auprès de l'Eurosystème après le déclenchement des turbulences financières en août (cf. graphique 43). 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 est restée élevée. Cette situation laisse à penser que la disponibilité d'actifs éligibles n'a pas été une contrainte pour les contreparties de l'Eurosystème à la suite des turbulences.

S'agissant des types d'actifs remis en garantie à l'Eurosystème, la part annuelle moyenne des titres d'État est revenue de 23 % en 2006 à 15 % en 2007. Les obligations non adossées émises par les établissements de crédit sont restées la principale catégorie d'actifs remis en garantie à l'Eurosystème (33 % en moyenne en 2007). La part moyenne des titres adossés à des actifs est passée de 12 % en 2006 à 16 % en 2007.

À la suite de l'intégration au 1<sup>er</sup> janvier 2007 des actifs non négociables de l'ensemble des pays de la zone euro au sein du dispositif de garanties de l'Eurosystème, les contreparties ont commencé à recourir à cette source additionnelle de garanties.

### Graphique 44 Répartition par types d'actifs (y compris les créances privées) livrés en garantie



En moyenne annuelle, cette catégorie d'actifs a représenté 10 % du montant total des actifs remis en garantie, contre 4 % en 2006 (cf. graphique 44). Le nombre de créances sous la forme de crédits dont la solvabilité a pu être évaluée est resté limité en 2007 (cf. la section consacrée aux questions de gestion des risques). Il n'a donc pas encore été possible de tirer la quintessence de cette source additionnelle de garanties.

Le 24 mai 2007, le Conseil des gouverneurs a apporté les deux ajustements mineurs suivants au dispositif de garanties :

- le calendrier en vue de la disparition progressive des actifs négociables de niveau 2 admis en garantie des concours de l'Eurosystème a été amendé<sup>2</sup> ;
- les critères de résidence pour les actifs admis en garantie des concours de l'Eurosystème ont été affinés<sup>3</sup>.

#### 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,

malgré cette exigence, l'Eurosystème peut toujours être exposé à un certain nombre de risques financiers en cas de défaillance d'une contrepartie. Ces risques incluent le risque de crédit associé aux garanties admises ainsi que les risques de marché et de liquidité résultant de l'évolution défavorable de la valeur des garanties au cours de la période de liquidation suivant la défaillance d'une contrepartie. 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 du risque. Les risques financiers liés aux opérations de crédit sont quantifiés et communiqués aux organes de décision de la BCE.

Pour s'assurer que les garanties présentent un degré élevé de qualité de signature, l'Eurosystème s'appuie sur un ensemble de procédures, de règles et de techniques qui forment le dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (ECAF). Au sein de celui-ci, la référence concernant le seuil de qualité du crédit pour les garanties éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème correspond à une notation de type « simple A »<sup>4</sup>. L'ECAF prévoit plusieurs sources d'évaluation du crédit. L'inclusion des actifs non négociables de l'ensemble des pays de la zone euro au sein du dispositif de garanties éligibles aux

2 Les actifs négociables émis avant le 31 mai 2007 et négociés sur des marchés non réglementés satisfaisant aux normes de sécurité et d'accessibilité de l'Eurosystème, mais pas à celle de transparence, demeureront éligibles jusqu'au 31 décembre 2009, après quoi ils deviendront inéligibles.

3 À la suite de l'introduction du dispositif unique de garanties le 1<sup>er</sup> janvier 2007, l'Eurosystème a précisé qu'à l'exception des institutions internationales ou supranationales, les émetteurs d'actifs négociables admis en garantie des concours de l'Eurosystème doivent être établis soit dans l'EEE, soit dans l'un des quatre pays hors EEE appartenant au G10 (Canada, États-Unis, Japon et Suisse). Les actifs émis après le 1<sup>er</sup> janvier 2007 par des entités établies en dehors de l'EEE ou dans un des pays du G10 hors EEE sont inéligibles, même si une garantie par une entité établie dans l'EEE est disponible. Cependant, les actifs émis avant le 1<sup>er</sup> janvier 2007 demeureront éligibles jusqu'au 31 décembre 2011 et ne deviendront inéligibles qu'après cette date.

4 La notation « simple A » correspond à une notation à long terme d'au moins « A » chez Fitch ou Standard & Poor's, d'au moins « A3 » chez Moody's ou d'au moins « AL » chez DBRS.

opérations de crédit de l'Eurosystème à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2007 a coïncidé avec l'utilisation, certes limitée, des approches fondées sur les notations internes par les contreparties de l'Eurosystème comme nouvelle source d'évaluation du crédit. Ces approches étant peu utilisées, la plupart des créances sous la forme de crédits nouvellement éligibles à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2007 et remises par la suite à l'Eurosystème étaient des créances sur des entités du secteur public pour lesquelles l'évaluation implicite du crédit est déduite de l'analyse du risque afférent au pays où est établi le débiteur ou le garant du crédit.

Une série de modifications ont été introduites dans l'ECAF en 2007. À la suite d'une décision adoptée par le Conseil des gouverneurs le 19 octobre 2007, l'agence de notation DBRS est acceptée à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2008 comme nouvelle source ECAI au sein de l'ECAF. Le Conseil des gouverneurs a également décidé en 2007 que les obligations bancaires sécurisées satisfaisant pleinement aux critères définis à l'article 22(4) de la directive concernant les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (directive OPCVM) et émises après le 1<sup>er</sup> janvier 2008 seraient soumises aux mêmes exigences d'évaluation du crédit que les autres actifs négociables.

## 1.2 LES OPÉRATIONS DE CHANGE

En 2007, 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 hors euro participant au MCE II. L'accord permanent entre la BCE et le FMI, visant à faciliter la réalisation d'opérations en droits de tirage spéciaux (DTS) par le FMI pour le compte de la BCE avec d'autres détenteurs de DTS, a été activé à 18 reprises en 2007.

Dans le contexte de la volatilité des marchés financiers en 2007, l'Eurosystème a également conduit deux 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, fournissant, à chaque reprise, un montant de 10 milliards de dollars à ses contreparties (cf. l'encadré 9 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-portefeuilles<sup>5</sup>. En janvier 2007, deux BCN (la Banka Slovenije et la Banque centrale du Luxembourg) ont mis en commun leurs activités opérationnelles liées à la gestion des réserves de change de la BCE. Deux autres arrangements de mise en commun sont entrés en vigueur en janvier 2008, avec l'adhésion à l'Eurosystème de la Central Bank of Cyprus et du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (cf. chapitre 3).

En 2007, la BCE a effectué des ventes d'or pour un montant d'environ 79 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. La plupart des revenus issus des ventes d'or ont été affectés au portefeuille en yens japonais et, dans une moindre mesure, au portefeuille libellé en dollars des États-Unis.

La valeur des avoirs nets de réserve de change de la BCE<sup>6</sup> aux taux de change courants et aux prix du marché est passée de 42,3 milliards d'euros à la fin de 2006 à 42,8 milliards à la fin de 2007, dont 32,1 milliards en devises – yen japonais et dollar américain – et 10,7 milliards en or et en DTS. Sur la base des taux de change en vigueur à la fin de 2007, les actifs libellés en dollars américains ont représenté 79,7 % des réserves de change, tandis que ceux libellés

en yens japonais en ont représenté 20,3 %. La valeur de marché de l'or et des DTS a dès lors enregistré la variation la plus substantielle en 2007 puisqu'elle est passée de 10,3 milliards d'euros en 2006 à 10,7 milliards en 2007, à la suite principalement de l'appréciation de l'or de quelque 18 %, exprimée en euros. La valeur au prix du marché du portefeuille de devises est restée globalement inchangée en 2007, la dépréciation du dollar américain et du yen japonais vis-à-vis de l'euro étant compensée par les rendements nets positifs (y compris les plus-values et les revenus d'intérêts) générés par les activités de gestion de portefeuille et les revenus des ventes d'or par la BCE.

La liste des instruments éligibles dans lesquels les réserves de change de la BCE peuvent être investies a été étendue en 2007 pour inclure les *swaps* de taux d'intérêt. En outre, le projet pilote lancé pour mettre sur pied un programme automatique de gestion de prêts de titres pour les actifs de la BCE libellés en dollars américains progresse et devrait être mis en œuvre dans le courant de 2008.

#### 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 essayer de pertes pour un seuil de confiance donné. Le portefeuille est investi en actifs libellés en euros.

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

6 Les avoirs nets de réserve de change se définissent comme les avoirs officiels de change, 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. [www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html)

La valeur du portefeuille aux prix du marché est passée de 7,5 milliards d'euros à la fin de 2006 à 9,3 milliards à la fin de 2007. L'augmentation de la valeur de marché est, pour une large part, 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. Les rendements des investissements ont également contribué de manière positive à la hausse de la valeur de marché.

Dans le courant de l'année, les obligations à taux variable ont été ajoutées à la liste des options de placement disponibles pour la gestion de ce portefeuille. De plus, la liste des émetteurs éligibles d'obligations sécurisées et d'obligations non adossées privilégiées a été élargie.

### 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 2007, la BCE a continué à développer ses capacités de gestion des risques en améliorant et en mettant à niveau ses systèmes TI. Grâce aux améliorations apportées, de nombreuses tâches de mesure, de suivi et de *reporting* des risques peuvent être automatisées dans une infrastructure robuste et flexible. En outre, un système d'attribution de performance fondé sur un modèle a été développé, permettant de confronter la performance du portefeuille aux facteurs de risque individuels auxquels il est exposé. Enfin, reconnaissant l'importance croissante des techniques de gestion du risque de crédit au sein de la communauté des banques centrales, la BCE a présidé un groupe de travail spécifique du Comité des opérations de marché, qui a réalisé une analyse comparative

des modèles de risque de crédit utilisés par les banques centrales de l'Eurosystème. Les résultats de cette analyse ont été publiés dans la série d'études concernant des sujets spécifiques de la BCE<sup>7</sup>.

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 serait de 3 500 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 4 800 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.

7 Pour plus de détails, cf. l'étude intitulée « The use of portfolio credit risk models in central banks » réalisée par le groupe de travail du Comité des opérations de marché du SEBC, étude spécifique de la BCE n° 64, juillet 2007

## 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 permettant d'assurer l'efficacité et la sécurité des systèmes 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 TARGET qui est techniquement décentralisé est progressivement remplacé par le système TARGET2, qui repose sur une plate-forme technique unique (SSP) partagée par tous les participants. Un premier groupe de pays a migré vers TARGET2 le 19 novembre 2007.

En ce qui concerne la gestion des garanties, l'Eurosystème et le marché proposent plusieurs canaux qui facilitent l'utilisation transfrontière de ces garanties. De plus, l'Eurosystème, en collaboration avec les intervenants de marché, a commencé à identifier les besoins des utilisateurs 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 (TARGET2-Titres). Une telle initiative assurerait qu'il n'y a aucune différence entre les règlements nationaux et transfrontières 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. Du fait qu'il fournit un service de règlement en temps réel en monnaie de banque centrale et une large couverture de marché, TARGET attire en outre une grande diversité d'autres paiements. Il est ainsi disponible pour tous 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 peut aussi bien être effectué entre des banques établies dans un même État membre (flux nationaux) qu'entre celles établies dans des États membres différents (flux transfrontières).

TARGET a fonctionné sans heurt en 2007 et a continué d'assurer le règlement d'un nombre toujours croissant de paiements en euros, conformément à l'objectif de l'Eurosystème, qui est de promouvoir le règlement en monnaie de banque centrale comme un moyen de paiement extrêmement sûr. En 2007, 89 % 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 lancement de TARGET2, le 19 novembre 2007, s'est lui aussi déroulé sans incident (cf. la section 2.2 du présent chapitre).

Environ 9 300 banques, parmi lesquelles des succursales et des filiales, utilisent TARGET pour initier des paiements pour leur propre compte ou pour le compte de leurs clients. Au total, quelque 52 000 établissements, principalement des succursales de participants, sont adressables *via* TARGET au moyen du code d'identification bancaire.

### LE FONCTIONNEMENT DE TARGET

En 2007, le volume et la valeur des paiements exécutés *via* TARGET se sont accrus de respectivement 12,3 et 15,6 % en moyenne journalière. Le tableau 12 compare les flux de paiements exécutés *via* TARGET en 2007 à ceux de l'année précédente. En 2007, la disponibilité globale de TARGET, c'est-à-dire la mesure dans laquelle les participants ont eu la possibilité d'utiliser le système sans incident pendant les heures d'ouverture de celui-ci, a atteint 99,9 %. Les paiements transfrontières ont été effectués à raison de 97,9 % dans un délai de cinq minutes.

**Tableau 12 Flux de paiements dans TARGET<sup>1)</sup>**

En volume (nombre de transactions)	2006	2007	Variations (en pourcentage)
<b>Ensemble des paiements</b>			
Total	83 179 996	93 375 701	
Moyenne quotidienne	326 196	366 179	12,3
<b>Intra-État membre<sup>2)</sup></b>			
Total	64 162 211	72 574 446	
Moyenne quotidienne	251 617	284 606	13,1
<b>Inter États membres</b>			
Total	19 017 785	20 801 255	
Moyenne quotidienne	74 580	81 574	9,4

En valeur (en milliards d'euros)	2006	2007	Variations (en pourcentage)
<b>Ensemble des paiements</b>			
Total	533 541	616 731	
Moyenne quotidienne	2 092	2 419	15,6
<b>Intra-État membre<sup>2)</sup></b>			
Total	348 764	395 412	
Moyenne quotidienne	1 368	1 551	13,4
<b>Inter États membres</b>			
Total	184 777	221 319	
Moyenne quotidienne	725	868	19,7

Source : BCE

1) 255 jours de fonctionnement en 2006 et 2007

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

### LES PROCÉDURES DE SECOURS POUR LES PAIEMENTS PRÉSENTANT UNE IMPORTANCE SYSTÉMIQUE DANS TARGET

Compte tenu du rôle clé de TARGET sur le marché et de sa large couverture de marché, une protection efficace contre une large gamme de risques est essentielle à la fiabilité et au bon fonctionnement du système. Il est primordial que les paiements présentant une importance sur le plan systémique – c'est-à-dire les paiements qui impliquent un risque systémique s'ils ne sont pas exécutés dans les délais voulus, notamment le règlement des opérations traitées dans le système CLS (*Continuous Linked Settlement*) et EURO 1 (cf. la section 4.1 du chapitre 4), de même que les appels de marge pour les contreparties centrales – soient exécutés rapidement, même dans des circonstances exceptionnelles. L'Eurosysteme a mis en place des procédures de secours afin de garantir que ces paiements soient exécutés de manière ordonnée, même en cas de dysfonctionnement de TARGET. En 2007,

les banques centrales ont procédé à des tests (impliquant souvent des banques commerciales), qui ont prouvé l'efficacité de ces procédures de secours et ont confirmé que l'Eurosysteme était à même de garantir le bon fonctionnement des systèmes de paiement et des marchés financiers en cas de crise.

### LA CONNEXION À TARGET DES BCN DES ÉTATS MEMBRES QUI ONT REJOINT L'UE EN 2004 ET EN 2007

En octobre 2002, le Conseil des gouverneurs a décidé que, à la suite de l'élargissement de l'UE en 2004, les BCN des nouveaux États membres pouvaient, si elles le souhaitaient, se connecter au système TARGET actuel. La Narodowy Bank Polski et l'Eesti Pank ont connecté leur système de règlement brut en temps réel (RBTR/RTGS) à TARGET par l'intermédiaire de celui de la Banca d'Italia respectivement en 2005 et en 2006. S'agissant de l'entrée de la Slovénie dans la zone euro en janvier 2007, la Banka Slovenije a décidé, pour des motifs d'efficacité, de ne pas développer son propre système RTGS en euros, mais d'utiliser celui de la Deutsche Bundesbank afin de se connecter à TARGET. À l'issue du démarrage de TARGET2 en novembre 2007, Chypre, la Lettonie, la Lituanie et Malte ont commencé à exécuter leurs opérations sur la plate-forme unique partagée de TARGET2.

### LES RELATIONS AVEC LES UTILISATEURS DE TARGET ET LES OPÉRATEURS DE SYSTÈMES RTGS D'AUTRES ZONES MONÉTAIRES

Le SEBC entretient d'étroites relations avec les utilisateurs de TARGET afin que leurs besoins reçoivent l'attention nécessaire et qu'une réponse adéquate y soit apportée. En 2007, comme les années précédentes, des réunions entre les BCN reliées à TARGET et les groupes d'utilisateurs nationaux de TARGET ont régulièrement eu lieu. En outre, des réunions mixtes du *Working Group* du SEBC sur TARGET2 et du *TARGET Working Group*, qui rassemble des représentants de la communauté bancaire européenne, ont été organisées pour discuter de questions opérationnelles liées à TARGET et de la mise en œuvre de et de la migration vers TARGET2. Les aspects stratégiques ont été examinés au sein du

*Contact Group on Euro Payments Strategy*, une enceinte à laquelle participent des responsables de haut niveau des banques centrales et des banques commerciales. En tant qu'opérateur du système RTGS le plus important au monde en termes de valeur des transactions exécutées, l'Eurosystème a entretenu en 2007 des contacts étroits avec les opérateurs de systèmes RTGS d'autres zones monétaires. Les interconnexions croissantes, dues par exemple aux activités du système CLS, nécessitent des échanges de vues sur toutes les questions de nature opérationnelle.

## 2.2 TARGET2

Le lancement de TARGET2 a eu lieu le 19 novembre 2007 lorsqu'un premier groupe de pays (Allemagne, Chypre, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Autriche et Slovaquie) a procédé à la migration de ses opérations vers la plate-forme unique partagée. Le deuxième groupe de pays (Belgique, Irlande, Espagne, France, Pays-Bas, Portugal et Finlande) a migré vers TARGET2 le 18 février 2008. Le troisième et dernier groupe (Danemark, Estonie, Grèce, Italie, Pologne et BCE) migrera le 19 mai 2008.

Le démarrage des services de TARGET2 a été un réel succès. La plate-forme unique partagée (opérée pour le compte de l'Eurosystème par la Banque de France, la Banca d'Italia et la Deutsche Bundesbank) a atteint un niveau de performance très élevé. La communication technique avec les composantes subsistantes de TARGET s'est également déroulée sans incident. Avec le premier groupe de pays, ce sont quelque 50 % des flux totaux de paiements dans TARGET en termes de volume et 30 % en termes de valeur qui ont migré vers TARGET2. Ces deux pourcentages sont passés à 80 % environ avec la migration du deuxième groupe de pays. Depuis le lancement de TARGET2, il est possible de procéder tant à des prélèvements qu'à des virements interbancaires. De plus, avec TARGET2, les systèmes exogènes sont en mesure d'effectuer des règlements

directement sur la plate-forme unique partagée. Tout participant peut, en principe, procéder au règlement de ses positions espèces avec n'importe quel système exogène par le biais d'un seul compte de banque centrale dans TARGET2.

En vue du passage à TARGET2, des travaux ont été menés durant toute l'année 2007 afin de finaliser les cadres opérationnel et juridique. En particulier, les activités de test et de migration ont été soigneusement préparées et réalisées avec les futurs utilisateurs de TARGET2. Entre février et avril 2007, la conformité de la plate-forme unique partagée avec les spécifications du système telles que définies par l'Eurosystème en collaboration avec les utilisateurs (Spécifications fonctionnelles générales (*General Functional Specifications – GFS*) et Spécifications fonctionnelles détaillées pour l'utilisateur (*User Detailed Functional Specifications – UDFS*)) a été testée. Les tests impliquant les utilisateurs de TARGET2 ont débuté comme prévu le 2 mai 2007, et les résultats en ont été communiqués par le biais de rapports réguliers. Les tests ont également permis d'organiser le calendrier des week-ends de migration. En particulier, une « répétition générale » du premier week-end de migration a eu lieu les 29 et 30 septembre 2007 avec toutes les BCN. Dans un communiqué de presse du 9 novembre 2007, et après que les tests furent accomplis avec succès, l'Eurosystème a constaté que les communautés bancaires nationales du premier groupe de migration étaient prêtes et a confirmé que le nouveau système démarrerait, comme prévu, le 19 novembre 2007.

Le 22 juin 2007, le Conseil des gouverneurs a publié le « Quatrième rapport d'étape sur TARGET2 ». L'objectif de ce rapport était d'informer les intervenants de marché quant aux décisions de l'Eurosystème sur les questions en suspens relatives à la tarification et à l'approbation de l'orientation sur TARGET2, ainsi que de donner des précisions sur certaines décisions prises précédemment. Le rapport comportait aussi la version finale des GFS et fournissait des informations sur des

points de nature juridique, sur les changements récemment apportés à la fonctionnalité prévue de la SSP et sur les activités de test et de migration.

Le 29 octobre 2007, le Conseil des gouverneurs a publié le « Cinquième rapport d'étape sur TARGET2 », qui informait les intervenants de marché des décisions de l'Eurosystème sur les questions opérationnelles toujours pendantes. Le rapport incluait également le « Guide d'information à l'intention des utilisateurs de TARGET2 » et le « Guide d'information relatif à la tarification de TARGET2 ».

Le « Guide d'information à l'intention des utilisateurs de TARGET2 » fournit aux banques et aux systèmes exogènes utilisant TARGET2 des informations de base visant à permettre aux participants de mieux comprendre le fonctionnement global de TARGET2 et d'y recourir le plus efficacement possible. Il répond aux questions les plus fréquemment posées concernant TARGET2 et s'efforce, en particulier, de préciser clairement aux utilisateurs quelles sont les caractéristiques communes et spécifiques à chaque pays. Le guide contient, en outre, des informations sur les procédures opérationnelles lorsque les circonstances sont normales mais aussi lorsqu'elles ne le sont plus.

Le « Guide d'information relatif à la tarification de TARGET2 » donne à ses utilisateurs un aperçu complet de la structure tarifaire des services de TARGET2 (le tronc commun de services, le service de *pooling* de la liquidité et le règlement des systèmes exogènes) et détaille les principes de facturation pour les différents types de transaction, ainsi que les entités qui doivent être facturées.

Outre ces rapports d'étape et l'étroite collaboration nouée dans le domaine des tests et de la migration, les utilisateurs ont été tenus informés des évolutions en cours par le biais des sites internet de la BCE et des BCN consacrés à TARGET2. Ces informations portaient sur les points suivants :

- Un plan d'action pour TARGET2 destiné aux utilisateurs a été élaboré et régulièrement mis à jour au cours de 2007. Il se veut un outil visant à faciliter le planning interne des utilisateurs et son alignement sur celui de l'Eurosystème.
- Au cours de 2007, des ateliers avec les utilisateurs ont été régulièrement organisés au niveau national. Une session d'information sur TARGET2 à l'intention des utilisateurs a, en outre, été organisée au niveau européen le 14 juin 2007 dans les locaux de la BCE à Francfort.
- L'orientation sur TARGET2 a été adoptée par le Conseil des gouverneurs le 26 avril 2007 et publiée dans toutes les langues officielles de l'UE le 11 juin 2007. Elle est destinée aux BCN des États membres qui ont adopté l'euro (« BCN de l'Eurosystème ») mais s'applique également, en vertu d'un accord spécifique, aux BCN de l'UE qui ne font pas partie de la zone euro et qui sont ou seront connectées à TARGET2 (« BCN connectées »). L'annexe II à l'orientation définit les conditions harmonisées de participation à TARGET2, qui doivent être introduites dans la documentation sur TARGET2 de toutes les BCN participantes et connectées. L'orientation a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 8 septembre 2007 et est également disponible sur le site de la BCE dans toutes les langues de l'UE.
- Les profils de migration nationaux et les profils des systèmes exogènes ont été régulièrement mis à jour tout au long de l'année. Ces profils présentent, pour chaque banque centrale, les modules SSP qui seront utilisés et la manière dont les systèmes exogènes procéderont au règlement des instructions après la migration vers TARGET2.
- La version finale du manuel de l'utilisateur relative au module d'information et de contrôle de la SSP a été publiée le

2 novembre 2007, tandis que les versions finales des UDFS (tomes 1, 2 et 4 portant sur les messages XML et sur les fichiers de schéma XML correspondants) ont été publiées le 9 octobre 2007.

### 2.3 TARGET2-TITRES

L'objectif du projet TARGET2-Titres (*TARGET2 Securities – T2S*) est d'offrir des services de règlement harmonisés et efficaces en monnaie de banque centrale pour les opérations sur titres libellés en euros, en concentrant le paiement et le règlement des titres en euros au sein d'une plate-forme unique. Avec T2S, il n'y aurait aucune différence entre procéder au dénouement d'opérations domestiques ou à celui d'opérations transfrontières au sein de la zone euro, par les dépositaires centraux de titres (*Central securities depositories – CSD*). T2S jouerait donc un rôle moteur pour renforcer l'intégration et l'harmonisation des services financiers de post-marché européens. Il favoriserait également la concurrence en fournissant un accès égal, meilleur marché et harmonisé aux services de règlement sur le marché financier européen.

Le 8 mars 2007, le Conseil des gouverneurs a évalué positivement la faisabilité de T2S<sup>8</sup> et a donc décidé de passer à la phase suivante du projet, à savoir la définition des besoins des utilisateurs de T2S, en toute transparence et en collaboration avec les intervenants de marché, en particulier les CSD et leurs utilisateurs. Le 26 avril 2007, le Conseil des gouverneurs a lancé la première consultation publique sur les principes généraux de T2S ainsi que sur un ensemble de propositions de haut niveau définissant la nature et le champ de T2S, et a approuvé la spécification du dispositif d'organisation et de gouvernance en vue d'obtenir des informations sur les besoins des utilisateurs de T2S. Le Groupe consultatif – chargé d'identifier les besoins des utilisateurs – a réparti les travaux entre six groupes techniques différents se concentrant sur des points techniques spécifiques relatifs au dénouement des opérations. Le Groupe consultatif et les

groupes techniques ont entamé les travaux préparatoires au début de l'été 2007 et ont effectué au total sept « mini-consultations », invitant les groupes d'utilisateurs nationaux et les associations européennes à contribuer, afin de tirer profit de l'expérience précieuse et des connaissances disponibles sur les différents segments du marché. Les résultats et les rapports d'étape ont été communiqués aux intervenants de marché au cours de trois sessions d'information qui se sont tenues en juin, en août et en novembre 2007. Tous les documents concernant T2S, y compris les mini-consultations, les lettres d'information, les rapports d'étape, les ordres du jour et les comptes rendus des réunions, sont consultables sur le site internet de la BCE. La structure de gouvernance de T2S durant cette phase comprend au total plus de 188 personnes de 77 organisations<sup>9</sup>, de sorte que l'ensemble des besoins des utilisateurs et des fonctionnalités requises par les intervenants de marché puissent être exprimés et, le cas échéant, pris en compte. Le Groupe consultatif, qui fait directement rapport au Conseil des gouverneurs, a finalisé une première version des besoins des utilisateurs de T2S en décembre 2007.

Le 8 mars 2007, le Conseil des gouverneurs a également décidé que T2S serait entièrement détenu, développé et géré au sein de l'Eurosystème sur la plate-forme TARGET2 afin d'exploiter au maximum les synergies. Les établissements de crédit seraient en mesure de mettre en commun tous les titres et toute la monnaie de banque centrale sur une plate-forme unique, au lieu de procéder à la répartition des titres et de la monnaie de banque centrale entre plusieurs plates-formes nationales indépendantes, tirant ainsi profit des synergies entre TARGET2 et T2S. Cela renforcerait l'efficacité de la gestion des garanties. T2S permettrait également une réutilisation plus rapide des titres et de la

8 L'étude de faisabilité, qui couvrait les aspects opérationnels, techniques, juridiques et économiques du projet, a été publiée sur le site internet de la BCE.

9 Sont compris tous les CSD procédant au dénouement des transactions en euros et 33 banques dépositaires.

monnaie de banque centrale, qui profiterait aux intervenants de marché. Quatre BCN de la zone euro (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France et Banca d'Italia) sont prêtes à développer et à gérer T2S.

Les autorités publiques, notamment le Parlement européen, le Conseil Ecofin et la Commission européenne, ont été régulièrement informées tout au long de 2007, des derniers développements concernant la proposition T2S et ont exprimé leur soutien au projet T2S.

En ce qui concerne les aspects juridiques, un état des lieux complet a été réalisé au cours de 2007, couvrant les législations tant nationale qu'européenne, ainsi que d'autres pratiques et dispositifs nationaux qui pourraient avoir une incidence sur la faisabilité légale de T2S. Cet exercice visait les procédures de règlement, les besoins de stockage des données, les obligations de déclaration et de vérification. Aucun obstacle juridique majeur à l'initiative T2S n'a été identifié.

Une nouvelle consultation publique sur une version aboutie des besoins des utilisateurs et sur la méthodologie relative à l'analyse de l'incidence économique a été lancée à la fin de 2007, dans le but de recueillir pour le 2 avril 2008 les commentaires et suggestions des intervenants de marché. Au terme de cette consultation publique, les besoins des utilisateurs seront finalisés, ainsi qu'une évaluation de la structure économique, juridique et de gouvernance du projet T2S. Le Conseil des gouverneurs décidera alors de passer ou non à la phase ultérieure de développement.

Avec la mise en œuvre de T2S, la zone euro bénéficiera d'une infrastructure sûre, efficace et transfrontière pour le règlement en monnaie de banque centrale des opérations sur titres libellés en euros. Les services offerts par cette infrastructure seraient également accessibles aux CSD, aux banques centrales et aux banques d'autres pays de l'UE et de l'EEE. Les intervenants sur les marchés financiers disposeraient d'un ensemble commun de

procédures et de processus de règlement harmonisés, quelles que soient leur propre localisation et celle de la transaction.

## **2.4 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, au niveau national et au-delà des frontières, mais dans ce dernier cas uniquement au moyen du modèle de banque centrale correspondante (MBCC/CCBM) ou par le biais des liens éligibles entre les systèmes de règlement de titres de la zone euro. Le CCBM est fourni par l'Eurosystème, tandis que les liens éligibles sont une solution née sous l'impulsion du marché.

Le montant des garanties transfrontières conservées par l'Eurosystème est passé de 514 milliards d'euros en décembre 2006 à 683 milliards en décembre 2007. À la fin de 2007, les garanties transfrontières représentaient globalement 48,5 % de l'ensemble des garanties fournies à l'Eurosystème.

### **LE MODÈLE DE BANQUE CENTRALE CORRESPONDANTE**

Le modèle de banque centrale correspondante (MBCC/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 39,6 % du total des garanties fournies à l'Eurosystème en 2007. Les actifs détenus en dépôt par le biais du CCBM sont passés de 414 milliards d'euros à la fin de 2006 à 558 milliards à la fin de 2007.

Le cadre du CCBM a été revu afin de permettre l'intégration de nouveaux États membres de la zone euro. Dans ce contexte, l'Accord CCBM avec le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta et la Central Bank of Cyprus a été signé le 22 novembre 2007.

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<sup>10</sup> de revoir les procédures actuelles de gestion des garanties de l'Eurosystème et de développer une nouvelle plate-forme pour la gestion de ces garanties (basée sur des systèmes existants comme celui de la Banque nationale de Belgique et de la Nederlandsche Bank), appelée *Collateral Central Bank Management*, ou CCBM2. La participation des BCN de la zone euro au CCBM2 se fera sur une base volontaire.

Bien que le CCBM2 soit principalement conçu pour accroître l'efficacité de la gestion des garanties des banques centrales de l'Eurosystème, pour les opérations aussi bien transfrontières que nationales, il fournira également de nouvelles opportunités aux contreparties de l'Eurosystème, en particulier aux banques multi-implantations (*multi-country banks*), en vue d'optimiser l'utilisation de leurs garanties et d'améliorer la gestion de leurs liquidités. Le CCBM2 a un champ d'application plus large que le CCBM actuel. Il définira des procédures efficaces de livraison et d'acceptation tant des titres que des crédits sur les plans national et transfrontière, avec un niveau harmonisé de services basé sur les protocoles de communication de SWIFT. Le CCBM2 sera mis en œuvre conformément au principe de l'accès décentralisé au crédit et sera totalement compatible avec TARGET2 et T2S. Il traitera les instructions en temps réel de façon automatisée de bout en bout (*straight-through-processing*), permettant ainsi la livraison des garanties et la libération des crédits qui y sont associés en TARGET2 en temps réel. Le CCBM2 pourra prendre des garanties par le biais de tous les systèmes de règlement de titres éligibles et des liens éligibles entre ceux-ci. Afin de couvrir les besoins des contreparties, l'Eurosystème développe le CCBM2 en collaboration étroite

avec les intervenants de marché. Une première consultation publique sur les principes qui sous-tendront son développement a été lancée le 26 avril 2007. Les commentaires reçus ont servi à définir les besoins des utilisateurs de la nouvelle plate-forme. Une nouvelle consultation publique sera organisée au premier semestre 2008, après quoi les besoins des utilisateurs du CCBM2 seront finalisés.

#### **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. Cinquante-neuf liens directs et cinq 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 99 milliards d'euros en décembre 2006 à 125 milliards en décembre 2007, mais n'a représenté que 8,9 % de l'ensemble des garanties, transfrontières ou nationales, conservées par l'Eurosystème en 2007.

<sup>10</sup> Cf. <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ccbm2/html/index.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

À la fin de 2007, le nombre de billets en euros en circulation se chiffrait à 12,1 milliards, pour une valeur de 676,6 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 6,7 % en termes de volume et de 7,7 % en termes de valeur en comparaison des niveaux enregistrés à la fin de 2006 (11,3 milliards de billets pour une valeur de 628,2 milliards d'euros).

Le nombre de billets en circulation s'est continuellement accru depuis le passage à l'euro en 2002, quoiqu'à un rythme annuel décroissant (cf. graphiques 45 et 46). À la fin de 2007, la valeur moyenne des billets en circulation s'élevait à 55,85 euros (contre 55,36 euros l'année précédente).

Selon les estimations, en termes de valeur, 10 à 20 % (ce dernier pourcentage étant vraisemblablement plus proche de la vérité) des billets en euros en circulation sont détenus par des non-résidents de la zone euro, qui continuent de générer une demande de billets

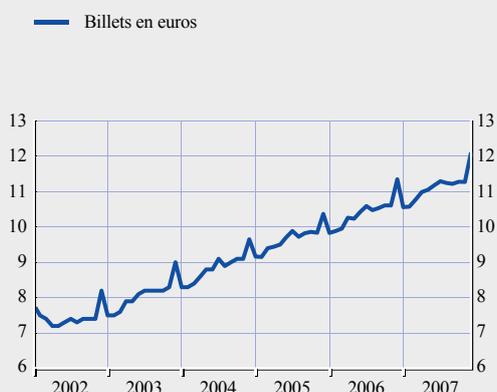
en euros, principalement au titre de réserve de valeur ou en tant que devise parallèle.

L'examen de la répartition des billets par coupure révèle que les billets de 50 et de 100 euros sont ceux qui ont enregistré la hausse la plus forte en termes de volume (respectivement 8,9 et 8,3 %), devançant les billets de 500 euros, qui ont crû de 7,9 %. Le nombre des autres coupures en circulation a progressé à des taux compris entre 2 et 6 % (cf. graphique 47).

En 2007, le nombre total de pièces en euros en circulation (à savoir la circulation nette, hors stocks détenus par les BCN) s'est accru de 9,1 % pour s'établir à 75,8 milliards, tandis que la valeur des pièces en circulation a progressé de 7,6 % pour atteindre 19,2 milliards d'euros. La part représentée par les pièces de faible valeur, c'est-à-dire celles de 1, 2 et 5 centimes d'euros, dans le nombre total de pièces en circulation a atteint 58 % (contre 57,3 % l'année dernière). Certains éléments font apparaître que la vigueur de la demande de pièces de faible valeur s'explique par des taux de perte relativement élevés et par la thésaurisation.

Graphique 45 Nombre total de billets en euros en circulation entre 2002 et 2007

(en milliards d'unités)



Source : BCE

Graphique 46 Valeur totale des billets en euros en circulation entre 2002 et 2007

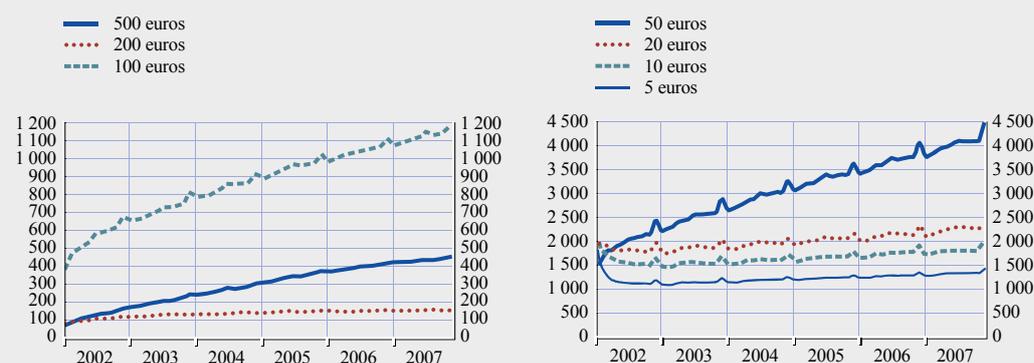
— Taux de croissance annuel (en pourcentage ; échelle de droite)  
..... Valeur totale (montants en milliards d'euros ; échelle de gauche)



Source : BCE

**Graphique 47 Nombre de billets en euros en circulation entre 2002 et 2007 par coupure**

(en millions d'unités)



Source : BCE

### LE TRAITEMENT DES BILLETS PAR L'EUROSYSTÈME

Les émissions et retraits des billets en euros ont poursuivi la légère tendance haussière observée ces dernières années. En 2007, les BCN de la zone euro ont émis 33,4 milliards de billets, tandis que 32,7 milliards de billets leur ont été retournés. La fréquence de retour<sup>11</sup> des billets en circulation s'est légèrement infléchi, passant de 3,03 en 2006 à 2,93 en 2007.

Afin de maintenir la qualité et l'intégrité des billets en circulation, les BCN de la zone euro authentifient tous les billets en euros qui leur sont retournés et vérifient s'ils sont propres à la circulation à l'aide de machines permettant un traitement entièrement automatisé des billets. Ainsi, en 2007, quelque 5,5 milliards de billets ont été jugés impropres à la circulation et ont été remplacés par les BCN, ce qui représente une augmentation de 5,1 % par rapport à l'année précédente et un taux de billets jugés impropres à la circulation<sup>12</sup> de 17 % (16,9 % en 2006).

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

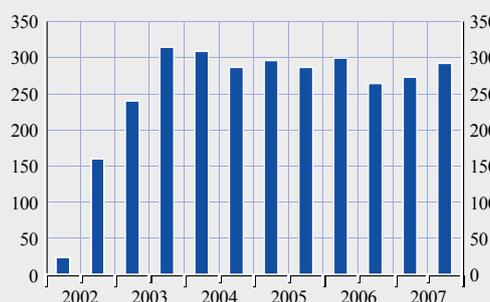
#### LES FAUX BILLETS EN EUROS

Le nombre de billets contrefaits retirés de la circulation est resté stable au cours des quatre dernières années, et ce en dépit de la progression

du nombre de billets en circulation au cours de cette même période. Le graphique 48, qui présente des chiffres semestriels depuis le lancement des billets en euros, met en évidence la tendance caractérisant les contrefaçons retirées de la circulation. Le nombre total de faux qu'ont reçus les Centres nationaux d'analyse<sup>13</sup> en 2007 s'est élevé à environ 566.000<sup>14</sup>. En effet, en comparaison du nombre

**Graphique 48 Nombre de faux billets en euros retirés de la circulation entre 2002 et 2007**

(en milliers d'unités)



Source : Eurosysteme

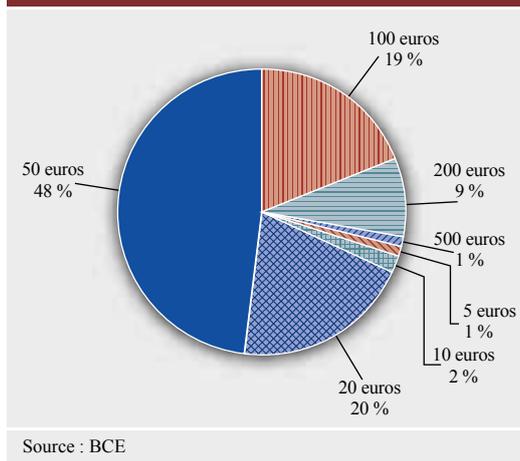
11 Définie comme le nombre total de billets retournés aux BCN pendant une période donnée divisé par le nombre moyen de billets en circulation au cours de cette même période.

12 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.

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

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

**Graphique 49 Répartition des faux billets en euros par coupure**



de billets en euros en circulation, qui s'est établi en moyenne à plus de 11 milliards en 2007, le nombre de contrefaçons est particulièrement faible. Le billet de 50 euros, qui représente près de la moitié du nombre de contrefaçons, a été la cible favorite des faussaires. Le graphique 49 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 »<sup>15</sup>.

### LA LUTTE CONTRE LA CONTREFAÇON

En 2007, 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 banques centrales et autorités responsables de l'impression des billets, qui collaborent sous les auspices du G10). La BCE abrite le Centre international de lutte contre la contrefaçon, 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 internet 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 L'ÉMISSION ET LA PRODUCTION DES BILLETS

#### LE CADRE RELATIF AU RECYCLAGE DES BILLETS

Toutes les BCN de la zone euro (à l'exception de l'une d'elles, pour laquelle le processus est en cours) ont transposé le cadre de la BCE régissant la détection des billets contrefaits et le tri qualitatif des billets par les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces (*Banknote Recycling Framework*) dans des dispositions nationales. Les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces ont ensuite disposé d'une période transitoire afin d'adapter leurs procédures relatives au traitement des espèces.

Compte tenu des différences existant au niveau national (notamment en ce qui concerne les environnements économique et juridique, la structure bancaire et le rôle de la BCN dans le traitement des espèces), les BCN ont suivi diverses approches pour la mise en œuvre de ce cadre. Si, dans un petit nombre de pays,

<sup>15</sup> Pour plus de détails, cf. la page <http://www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.fr.html>

celle-ci s'est faite au moyen d'un acte juridique (complété par des contrats à conclure avec la BCN concernée), dans d'autres pays, les BCN ont édicté des instructions obligatoires (certaines n'étant contraignantes que pour les établissements de crédit) ou ont conclu des accords contractuels bilatéraux (aux termes desquels les établissements de crédit s'engagent à adhérer aux règles fixées par le cadre et à les inclure dans les contrats qu'elles concluent avec leurs fournisseurs de services). Dans un avis émis en décembre 2007, le Conseil des gouverneurs a salué la proposition de la Commission européenne visant à amender le règlement du Conseil (CE) n° 1338/2001 définissant des mesures nécessaires à la protection de l'euro contre le faux monnayage. Cette proposition prévoit que l'article 6 du règlement, d'une part, inclue l'obligation expresse des établissements de crédit et des autres professionnels ayant à manipuler des espèces de vérifier les billets et pièces en euros qu'ils reçoivent et s'apprentent à remettre en circulation et, d'autre part, fasse également référence aux procédures qui seront définies par la BCE concernant la méthode à suivre pour la vérification des billets recyclés.

La BCE a poursuivi ses efforts, en étroite collaboration avec les BCN de la zone euro, en vue d'assurer une interprétation uniforme des dispositions du cadre dans l'ensemble de la zone euro, particulièrement pour ce qui est de la procédure commune de test des automates de traitement des billets.

En adaptant leur mode opératoire conformément au cadre, les établissements de crédit et les autres professionnels ayant à manipuler des espèces renforceront leur capacité à détecter d'éventuels faux billets en euros. Ils pourront ainsi plus aisément se conformer à l'obligation légale de retirer sans délai de la circulation les éventuels faux billets et de les mettre à la disposition des autorités policières pour de plus amples investigations. De plus, ceci garantira la qualité des billets que les établissements de crédit fournissent à leur clientèle, celle-ci étant mieux à même de distinguer les vrais billets des faux.

### **LE PROGRAMME PILOTE D'EXTENDED CUSTODIAL INVENTORY**

Le Conseil des gouverneurs a décidé en 2006 de lancer en Asie un programme pilote d'*Extended Custodial Inventory* (ECI) pour les billets en euros. Un ECI consiste en un dépôt d'espèces auprès d'une banque privée (la banque dépositaire), qui conserve des devises. Les ECI devraient faciliter la répartition internationale des billets en euros et fournir des données sur la circulation des billets en euros à l'extérieur de la zone euro, de même que des informations sur la contrefaçon. En 2007, deux grandes banques commerciales actives sur le marché de gros des billets ont chacune débuté, pour une période d'un an, un ECI pour les billets en euros : l'un à Hong Kong et l'autre à Singapour.

Au sein du programme pilote, les banques dépositaires ont garanti que seuls les billets en bon état étaient remis en circulation et que les contrefaçons étaient retirées de la circulation dans le respect des normes fixées par le cadre relatif au recyclage des billets. L'excédent de billets et les billets impropres à la circulation ont été transférés à la Deutsche Bundesbank, qui agissait en qualité de contrepartie logistique et administrative pour les deux banques dépositaires. Le fonctionnement de l'ECI et les déclarations statistiques se sont déroulées sans incident.

En fonction des résultats de ce programme pilote, le Conseil des gouverneurs décidera en 2008 de mettre ou non un programme ECI permanent en place.

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

En février 2007, le Conseil des gouverneurs a adopté une feuille de route visant à parvenir à plus de convergence à moyen terme entre les services de traitement des espèces offerts par l'Eurosysteme.

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 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.

Dans le contexte de la feuille de route, les BCN fournissent, depuis juillet 2007, des services de traitement des espèces sur demande à des établissements de crédit de la zone euro implantés en dehors du territoire national (« banques non résidentes ») et, depuis fin 2007, les dépôts de pièces en euros effectués par la clientèle professionnelle sont acceptés dans toutes les BCN de la zone euro.

L'Eurosystème envisage une série d'étapes ultérieures, dont l'échange électronique de données avec les établissements de crédit concernant les dépôts et les retraits d'espèces, la possibilité de retirer et de déposer des billets gratuitement auprès des BCN sans devoir les présenter face vers le haut et les normes communes de conditionnement des billets pour les services gratuits de traitement des espèces offerts par les BCN.

Étant donné que ces questions concernent également les parties prenantes au circuit du traitement des espèces et qu'elles pourraient avoir des implications tant opérationnelles que financières, des consultations ont été menées aux niveaux national et européen.

#### L'ORGANISATION DE LA PRODUCTION

Au total, 6,3 milliards de billets en euros ont été produits en 2007, contre 7 milliards en 2006. Cette contraction du volume de la production s'explique essentiellement par un léger ralentissement de la croissance des billets en circulation en

**Tableau 13 Répartition de la production des billets en euros en 2007**

Coupages	Quantité (en millions de billets)	BCN en charge de la production
5 euros	980,0	DE, ES, FR
10 euros	1 280,0	DE, GR, FR, NL, AT
20 euros	1 890,0	GR, ES, FR, IE, IT, PT, FI
50 euros	1 730,0	BE, DE, ES, IT
100 euros	230,0	IT, LU, NL
200 euros	-	-
500 euros	190,0	DE
Total	6 300,0	-

Source : BCE

2006, par rapport à l'année précédente, et par la production en 2006 d'une partie des besoins futurs en billets.

La production de billets en euros a de nouveau été attribuée selon le scénario de *pooling* décentralisé adopté en 2002. Selon ce scénario, chaque BCN est responsable de la fourniture d'une partie seulement des besoins totaux pour des coupures déterminées (cf. tableau 13).

#### LA DEUXIÈME SÉRIE DE BILLETS EN EUROS

En avril 2005, le Conseil des gouverneurs a approuvé un schéma directeur pour le développement et le lancement de la deuxième série de billets en euros. Depuis lors, la BCE a défini les exigences fonctionnelles et techniques des billets en concertation avec les différentes parties concernées, par exemple au moyen d'analyses qualitatives menées auprès du public et d'études scientifiques sur les caractéristiques visuelles et tactiles des billets. Ces activités ont permis de dresser une liste de caractéristiques de sécurité facilement assimilables par le public et potentiellement incorporables à la deuxième série de billets. Au cours de la phase de validation industrielle qui s'est ensuivie, la liste a été réduite en fonction des performances des signes de sécurité dans un environnement de production à grande échelle. D'autres paramètres ont également été pris en considération, comme la résistance des caractéristiques de sécurité à la contrefaçon, les exigences en matière de contrôle de qualité, les coûts, les droits de propriété intellectuelle et les spécificités liées

à la chaîne d'approvisionnement ainsi que certains aspects relatifs à la santé, à la sécurité et à l'environnement.

La phase de validation industrielle s'est achevée en août 2007. Elle a abouti à une série de caractéristiques de sécurité, que le Conseil des gouverneurs a approuvées en octobre 2007. Outre les caractéristiques de sécurité traditionnelles, qui ont prouvé leur efficacité, la deuxième série de billets sera dotée de plusieurs signes innovants à la fois visuels et lisibles par les machines, qui devraient permettre de contrecarrer efficacement les techniques modernes de contrefaçon. Les caractéristiques de sécurité retenues ont à présent été intégrées à la conception artistique, basée sur le thème des « époques et des styles » de la série actuelle.

L'objectif, en conservant ce thème tout en retravaillant les éléments graphiques, est de pouvoir identifier immédiatement la nouvelle série de billets comme des billets en euros, tout en la distinguant aisément de la première. En décembre 2007, le Conseil des gouverneurs a approuvé le projet de la nouvelle série de billets, ouvrant ainsi la voie à la phase de prépresse<sup>16</sup>. La période de lancement de la nouvelle série sera étalée dans le temps et la première coupure devrait être émise d'ici quelques années. La BCE informera le public en temps utile de toutes les modalités relatives à l'introduction des nouveaux billets.

<sup>16</sup> Le terme « prépresse » se rapporte à la préparation d'images de grande qualité et à la transformation de maquettes en outils de production, comme les plaques d'impression.

## 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 et par le grand public. À l'instar des années précédentes, la fourniture des statistiques de la zone euro s'est déroulée sans problème en 2007. Une étape majeure dans la stratégie à moyen terme de la BCE en matière de statistiques a été franchie en juin 2007, avec la première publication conjointe par la BCE et Eurostat d'une série de tableaux de comptes financiers et non financiers trimestriels intégrés pour les secteurs institutionnels de la zone euro. En outre, la BCE, en étroite collaboration avec les BCN, a continué de contribuer à la poursuite de l'harmonisation des concepts statistiques en Europe et à la révision des principales normes statistiques internationales.

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

En juin 2007, la BCE et Eurostat ont publié conjointement, pour la première fois, une série de tableaux de comptes sectoriels financiers et non financiers trimestriels intégrés de la zone euro, à partir du premier trimestre de 1999. Ces comptes de la zone euro, qui peuvent être considérés comme des « comptes nationaux » pour la zone euro, sont préparés par l'Eurosystème, en collaboration avec Eurostat et les instituts de statistiques nationaux. Ils permettent notamment de procéder à une analyse approfondie des liens existant entre les évolutions financières et non financières au sein de l'économie, ainsi que des interrelations entre les différents secteurs de l'économie (ménages, sociétés non financières, sociétés financières et administrations publiques), ainsi qu'entre ces secteurs et le reste du monde.

Les comptes de la zone euro fournissent également un cadre pour analyser avec plus de profondeur les données de fréquence plus

élevée. À cet égard, la publication, depuis novembre 2007, d'une ventilation sectorielle de l'agrégat monétaire large M3 a encore accru le champ d'application de l'analyse monétaire.

En avril 2007, les statistiques mensuelles existantes sur l'encours des titres européens à court terme (*Short-Term European Paper – STEP*) ont été complétées par des statistiques journalières sur les rendements, ventilées par échéance initiale et selon le secteur de l'émetteur (cf. la section 3 du chapitre 4).

En juillet 2007, la BCE a entamé la publication électronique de courbes de rendements journaliers reflétant les taux de rémunération implicites du marché des titres d'endettement en euros émis par les administrations centrales de la zone euro (basés sur le taux d'intérêt et sur la valeur de marché) pour un large éventail d'échéances, allant de 3 mois à 30 ans. Les courbes des rendements de la zone euro peuvent contribuer à évaluer les anticipations du marché relatives à l'activité économique et financière à un horizon allant du moyen au long terme.

La BCE a également établi et publié, sur une base expérimentale, des estimations mensuelles des prix réglementés dans la zone euro, sur la base d'informations relatives à des sous-indices de l'IPCH publiées par Eurostat et de définitions approuvées au sein du SEBC.

Des ventilations géographiques supplémentaires<sup>17</sup> des flux trimestriels de la balance des paiements et des données annuelles relatives à la position extérieure ont été mises à disposition par le biais de communiqués de presse réguliers et de l'accès en ligne des statistiques figurant dans le *Statistical Data Warehouse* de la BCE (« Entrepôt de données statistiques » – SDW)<sup>18</sup>.

17 Pour le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et Hong Kong SAR

18 La version publique du SDW a été lancée sur internet à la fin de 2006 et a été bien accueillie par les utilisateurs de statistiques de la zone euro. Grâce à son interface robuste et conviviale, le SDW est rapidement devenu un outil répandu pour la recherche de données relatives à la zone euro sur internet. Chaque mois, quelque 20 000 personnes utilisent le SDW pour trouver et télécharger des données concernant la zone euro, y compris des ventilations nationales.

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 fonds de placement (autres que les OPC monétaires), en vertu duquel les fonds de placement fourniront des données harmonisées à partir du début de 2009. 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 inclut désormais de nouvelles dispositions concernant les statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement ainsi que les statistiques relatives aux systèmes de paiement. En outre, le Conseil des gouverneurs a amendé l'orientation et la recommandation de la BCE concernant les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale, ainsi que le cadre de diffusion des données sur les réserves internationales.

Des travaux sont en cours dans plusieurs domaines en vue d'améliorer encore les statistiques monétaires et financières de la zone euro au cours des prochaines années. En particulier, des préparatifs ont été effectués en vue d'une approche intégrée relative à la titrisation des IFM et aux activités des véhicules financiers *ad hoc* (*financial vehicle corporations* – FVC), ouvrant la voie à une disponibilité nettement plus importante des données sur les cessions de prêts et les titrisations de prêts.

En outre, l'Eurosystème étudie la faisabilité d'une réforme des statistiques relatives aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension. Le cadre réglementaire des statistiques relatives au bilan des IFM et aux taux d'intérêt pratiqués par les IFM est également à l'étude, l'objectif étant de satisfaire les nouvelles demandes des utilisateurs, tout en s'adaptant de manière rentable à l'évolution des marchés financiers.

La BCE a continué de travailler à la mise en place d'une base de données centralisée sur les titres (*Centralised Securities Database* – CSDB). La CSDB, projet concernant l'ensemble du SEBC, est une base de données unique

comportant des informations de référence sur les titres individuels pertinents pour les objectifs statistiques du SEBC. Ce projet joue un rôle clé dans l'évolution vers un système de déclaration titre par titre, qui est susceptible 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 certaines BCN pour établir leurs statistiques financières nationales.

#### 4.2 LES AUTRES ÉVOLUTIONS STATISTIQUES

En 2007, l'Eurosystème a analysé en détail les possibilités d'accroître davantage l'efficacité de la production des statistiques de la BCE, tout en maintenant au minimum la charge de déclaration statistique. Dans ce contexte, de nouveaux travaux ont été réalisés concernant la faisabilité d'une réutilisation de micro-données existantes, émanant en particulier de centrales de risques et de centrales des bilans. De plus, les travaux en vue d'encourager l'alignement des concepts et des données statistiques et prudentiels se sont poursuivis, en mettant l'accent, dans un premier temps, sur les obligations de déclaration des établissements de crédit.

Plusieurs documents publiés en 2007 ont contribué à accroître la transparence concernant la gouvernance et les normes de qualité actuellement appliquées à la production et à la diffusion des statistiques de la BCE et du SEBC. Le document intitulé *The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics* (« La gouvernance du SEBC appliquée aux statistiques du SEBC ») donne un bref aperçu de la structure de gouvernance qui guide la fourniture de statistiques par la BCE et par les BCN. « L'engagement public concernant la fonction statistique du SECB » figurant à la première page de la section statistique du site internet de la BCE énonce les principes statistiques ainsi que les normes éthiques et de qualité auxquels la BCE et les BCN s'engagent dans l'exercice de leurs missions statistiques. De plus, le *ECB Statistical Quality Framework* (« Cadre de référence

statistique sur la qualité de la BCE ») développe les principes qualitatifs qui guident la production des statistiques de la BCE. Dans ce cadre, des évaluations qualitatives et des indicateurs quantitatifs, tels que ceux repris dans le rapport annuel sur la qualité des statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro, sont régulièrement établis.

La diffusion des statistiques a encore été améliorée par la publication de nouveaux tableaux relatifs aux statistiques de la zone euro et de toutes les données nationales correspondantes sur les sites internet tant de la BCE que des BCN. Les statistiques relatives aux systèmes de paiement ont également été améliorées et l'addendum au « Livre bleu » a été remplacé par des séries temporelles et des tableaux que l'on peut trouver sur le site de la BCE (cf. la section 2 du chapitre 2). De nouvelles données relatives aux opérations sur titres et aux contreparties centrales ont également été mises à disposition.

À l'instar des années précédentes, les informations statistiques fournies dans les publications de la BCE ont été plus détaillées. Citons à cet égard la large gamme des indicateurs présentés dans le rapport annuel intitulé *Financial integration in Europe* (« Intégration financière en Europe ») et l'addendum à la publication intitulée *Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries* (« Marchés obligataires et taux d'intérêt à long terme dans les États membres de l'Union européenne ne participant pas à la zone euro et les pays candidats ») (cf. la section 3 du chapitre 4). L'amélioration des données annuelles sur les structures bancaires et des données trimestrielles figurant dans la *Financial Stability Review* (« Revue de la stabilité financière ») s'est poursuivie. L'enquête sur le marché monétaire de l'euro a été améliorée tant en termes de la qualité des données que du délai de disponibilité et les séries de données sous-jacentes ont été mises à disposition dans le SDW.

Une étude spécifique de la BCE intitulée *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics* –

*the experience of the European compilers* (« En route vers des statistiques harmonisées de la balance des paiements et de la position extérieure – l'expérience des organismes européens chargés d'élaborer les statistiques »), publiée en juillet 2007, donne un aperçu du cadre méthodologique et des questions pratiques liées à la collecte, à l'établissement et à la diffusion de ces statistiques.

La BCE a continué de collaborer étroitement avec Eurostat et avec d'autres organismes internationaux et a joué un rôle important dans le processus actuel de mise à jour des normes statistiques internationales (avec les travaux relatifs au Système des comptes nationaux (SCN 93) et au Manuel de la balance des paiements du FMI qui devrait être terminé en 2008). Eurostat, avec le soutien de la BCE, a récemment commencé la préparation de la révision du SEC 95, qui mettra en œuvre la plupart des changements du SCN au niveau européen. La BCE a également participé activement à la révision de la définition de référence des investissements directs internationaux établie par l'OCDE. Enfin, elle a continué de soutenir et d'appliquer les normes techniques internationales d'échange de données<sup>19</sup>.

### 4.3 LA PRÉPARATION À L'ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO

Les statistiques jouent également 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 et, par conséquent, dans la préparation des rapports de convergence (cf. la section 1.2 du chapitre 5).

Les données statistiques nécessaires à l'évaluation des progrès réalisés par les États

<sup>19</sup> Par exemple, le *Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX - Échange de données et métadonnées statistiques)*, une initiative soutenue par la BRI, la BCE, Eurostat, le FMI, l'OCDE, les Nations unies et la Banque mondiale en vue de favoriser des normes internationales pour l'échange d'informations statistiques.

membres quant à leur respect des critères de convergence relatifs à la stabilité des prix, à leur situation budgétaire, aux taux de change et aux taux d'intérêt à long terme sont fournies par Eurostat. La BCE, conjointement avec les BCN des États membres concernés, assiste Eurostat dans la fourniture des statistiques sur les taux d'intérêt à long terme; elle collecte et établit des données statistiques supplémentaires qui complètent les quatre principaux indicateurs de convergence.

Étant donné que l'évaluation du processus de convergence dépend largement de la qualité et de l'intégrité des statistiques sous-jacentes, la BCE suit attentivement les évolutions relatives à l'établissement et à la communication de ces statistiques, particulièrement en ce qui concerne les statistiques de finances publiques.

## 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 externes et de l'organisation de conférences de recherche.

### 5.1 PRIORITÉS DE LA RECHERCHE

À la BCE, les activités de recherche économique sont principalement menées au sein de la Direction générale des Études et de la Recherche, mais plusieurs autres sphères de compétence de la BCE y participent également. Un Comité de coordination de la recherche (*Research Coordination Committee – CCR*) coordonne la recherche en fixant des priorités et en rassemblant les domaines de compétence concernés par la recherche en tant que demandeurs ou fournisseurs.

Le programme de recherche pour 2007 a accordé la priorité aux thèmes suivants : le développement du modèle de prévision, le rôle des informations issues du secteur financier, en ce compris les agrégats monétaires et de crédit, dans l'analyse de la politique monétaire, la compréhension du mécanisme de transmission de la politique monétaire, la stabilité financière, l'efficacité du système financier européen et les questions internationales.

En ce qui concerne le développement du modèle de prévision, l'accent a été mis sur la poursuite de la conception et de l'utilisation de modèles structurels d'équilibre général stochastiques dynamiques (EGSD) ainsi que sur la mise en œuvre de modèles factoriels dynamiques en vue

de produire des prévisions à court terme. Les modèles EGSD ont été développés et utilisés dans le passé par la BCE pour analyser un nombre élevé et croissant de questions de politique économique. Ces travaux se sont poursuivis en 2007, une attention toute particulière ayant été accordée à l'incidence de changements structurels (les tendances démographiques par exemple), de facteurs externes (comme les chocs pétroliers), de l'évolution de la productivité et de questions financières (telles que les tensions sur le marché du crédit). Par ailleurs, la recherche portant sur deux modèles de taille moyenne et sur leur utilisation dans l'analyse économique s'est poursuivie : le nouveau modèle relatif à l'ensemble de la zone euro (*New Area-Wide Model – NAWM*) et le modèle Christiano, Motto et Rostagno. Le premier modèle est un outil de prévision et de simulation appelé à être utilisé, avec d'autres modèles, dans le contexte des exercices de projection de l'Eurosystème et de la BCE. Le second est un outil de simulation se concentrant tout particulièrement sur les facteurs financiers. S'agissant du développement d'outils de prévision, des modèles factoriels ont été perfectionnés et sont de plus en plus utilisés pour évaluer les évolutions économiques à court terme. Enfin, la BCE a activement soutenu le *Euro Area Business Cycle Network* (EABCN – Réseau sur le cycle conjoncturel de la zone euro), une joint venture entre les banques centrales et la communauté universitaire, gérée par le Centre for Economic Policy Research (CEPR – Centre de recherche sur la politique économique).

La recherche sur l'analyse de la politique 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 l'utilisation des modèles structurels décrits ci-dessus dans le cadre du processus d'analyse de la politique monétaire.

Le mécanisme de transmission de la politique monétaire a été examiné sous différents angles. Le *Wage Dynamics Network* (WDN), un réseau de chercheurs du SEBC chargé d'étudier les caractéristiques et les sources de la dynamique des salaires dans la zone euro et leur relation avec les prix, a poursuivi ses travaux aux niveaux agrégé et microéconomique. Le groupe d'enquête du WDN a lancé une enquête *ad hoc* sur les salaires, les coûts salariaux et le processus de formation des prix au niveau des entreprises dans dix-sept pays. Cette enquête collecte des informations sur le processus de fixation des salaires et des prix, la rigidité à la baisse des salaires et l'ajustement des salaires et des prix aux chocs. Une première série de résultats de recherche sera présentée lors d'une conférence prévue pour 2008. Les marchés de l'immobilier ont aussi fait l'objet d'études, tout comme le rôle joué par les banques et le crédit dans le mécanisme de transmission monétaire. Les travaux portant sur les finances des ménages se sont poursuivis et une enquête destinée à être menée dans l'ensemble de la zone euro est actuellement élaborée par le *Household Finance and Consumption Network* de l'Eurosystème. La politique de communication d'une banque centrale, les anticipations et les primes de risque au niveau de la courbe des rendements et les déterminants de la dynamique du cours des actions 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.

Parmi les priorités de la recherche ayant trait aux questions internationales, les principaux domaines d'intérêt ont été les déséquilibres au niveau mondial et le rôle international de l'euro. S'agissant du premier domaine, un séminaire de haut niveau sera organisé en 2008, tandis que les résultats des travaux menés sur le second seront

utilisés pour enrichir le contenu analytique de l'« *Examen du rôle international de l'euro* » publié chaque année. Une extension internationale du NAWM a été mise au point dans le cadre de ce domaine de recherche prioritaire.

## 5.2 PUBLICATIONS ET CONFÉRENCES

Les résultats des activités de recherche menées à la BCE sont présentés dans la série des documents de travail et, dans une certaine mesure, dans la série d'études concernant des sujets spécifiques et la série des documents de travail juridiques. En particulier, la série des documents de travail – qui est déjà un outil bien établi pour communiquer les résultats pertinents des activités de recherche internes – s'est agrandie de plus de 140 documents en 2007. Parmi ceux-ci, un peu plus de 100 ont été écrits par des membres du personnel de la BCE, soit seuls, soit avec l'aide de coauteurs externes. 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'achever 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 2007, les membres du personnel de la BCE ont publié plus de 50 articles dans des revues scientifiques.

Afin de diffuser les résultats de la série des documents de travail à un plus large public, il a été décidé de publier un Bulletin de la recherche (*Research Bulletin*), présentant des travaux de recherche pertinents pour la politique monétaire et comprenant des articles sur des sujets d'actualité et des résumés de documents de recherche sélectionnés. Les articles présentés en 2007 étaient consacrés à l'incidence du caractère imparfait de l'information et du phénomène d'apprentissage sur la détermination des prix des actifs financiers, à l'intégration financière et aux flux de capitaux dans les nouveaux États membres de l'UE, et à la croissance de la productivité dans la zone euro.

La BCE a organisé ou co-organisé plus de dix 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 ont par ailleurs été organisés pour diffuser les résultats de travaux de recherche au sein de la BCE.

La plupart des conférences et des ateliers ont trait à des domaines de recherche spécifiques et prioritaires. La question du développement du modèle de prévision a bénéficié en 2007 de la même attention que lors des années précédentes. Un atelier co-organisé par la BCE, le Centre de recherche sur la politique économique (CEPR) et la Banque de France s'est tenu en septembre dans le cadre du Réseau sur le cycle conjoncturel de la zone euro (EABCN), pour examiner les variations de la dynamique de l'inflation et leur incidence sur les prévisions. Les conclusions de cet atelier ont été utiles dans le contexte des travaux menés par la BCE sur les prévisions d'inflation. Par ailleurs, un atelier consacré aux techniques de prévision (un événement organisé une fois tous les deux ans par la BCE) a abordé le degré d'incertitude des prévisions en macroéconomie et dans la finance, et plus précisément, la manière d'intégrer les mesures de risque dans les activités de prévision, un sujet d'actualité pour de nombreuses banques centrales.

En ce qui concerne le thème de recherche prioritaire dédié à l'analyse de la politique monétaire, une conférence organisée conjointement par la Banque du Canada et la BCE sur la définition de la stabilité des prix s'est tenue à la BCE en novembre 2007. Cette conférence a traité des options théoriques et de l'expérience pratique en vue de définir la stabilité des prix. Une autre conférence organisée en novembre 2007 sur l'analyse sous l'angle de la politique monétaire du rôle, des défis et de l'implication des marchés monétaires a permis aux participants d'approfondir leurs connaissances sur le mécanisme de transmission de la politique

monétaire. Une conférence consacrée aux implications des changements survenus dans le secteur bancaire et le financement des entreprises pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire a eu lieu en mai 2007.

Une conférence organisée conjointement avec la Bank of England sur les paiements et la stabilité monétaire et financière s'est tenue en juin 2007. Elle s'inscrivait dans le cadre des travaux de recherche sur les questions de stabilité financière. Une autre conférence sur la mondialisation et la macroéconomie a eu lieu en juillet 2007 dans le contexte des travaux sur les questions internationales.

L'organisation de séries de séminaires a constitué un mécanisme 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 incluent des séminaires hebdomadaires auxquels sont conviés des chercheurs externes pour présenter leurs récents travaux. 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 considérants du règlement du Conseil (CE) n° 3603/93, l'acquisition d'instruments de dette du secteur public sur le marché secondaire ne doit pas servir à contourner la règle énoncée à l'article 101 du Traité. De tels achats ne sauraient devenir une forme indirecte de financement monétaire du secteur public.

En 2007, le Conseil des gouverneurs a relevé deux cas de non-respect des obligations imposées par le Traité et les règlements correspondants du Conseil susmentionnés.

Premièrement, la Národná banka Slovenska a acquis des instruments de dette émis par la Banque européenne d'investissement (BEI) sur le marché primaire. Plus particulièrement, le 6 février 2007, elle a acheté des titres de la BEI libellés en dollars des États-Unis pour un montant total de 50 millions

de dollars à des fins de gestion des réserves de change. Étant donné que la BEI est un organe de la Communauté, ce type d'acquisition constitue une infraction à l'interdiction du financement monétaire imposée par l'article 101 du Traité et le règlement du Conseil (CE) n° 3603/93. La Národná banka Slovenska a vendu les instruments de dette qu'elle avait acquis de la BEI sur le marché primaire le 22 mai 2007 et a adopté des mesures immédiates afin d'éviter que cette situation ne se reproduise à l'avenir.

Deuxièmement, la Banka Slovenije a excédé la limite relative aux monnaies divisionnaires détenues par les banques centrales nationales qui sont portées au crédit du secteur public. Le 15 février 2007, les monnaies divisionnaires détenues par la Banka Slovenije émises par le secteur public national et portées au crédit de celui-ci ont dépassé, en moyenne journalière, la limite de 10 % de la valeur des monnaies divisionnaires en circulation fixée par l'article 6 du règlement du Conseil (CE) n° 3603/93. À cette date, la valeur des monnaies divisionnaires détenues par la Banka Slovenije et portées au crédit du secteur public s'élevaient à 12,27 % de la valeur des monnaies divisionnaires en circulation. Cette situation résulte de la grande quantité de pièces qui ont été retournées à la Banka Slovenije pendant la première moitié de février 2007, du fait de la préalimentation des établissements de crédit durant l'automne 2006 en prévision de l'adoption de l'euro. Le nécessaire a été fait pour remédier sans délai à cette situation et les dispositions du Traité ont été respectées depuis lors.

### 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 compétence<sup>20</sup>. Tous les avis de la BCE sont publiés sur son site internet.

<sup>20</sup> 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).

La BCE a adopté quarante-trois avis en 2007, dont huit en réponse à des consultations par les institutions européennes et trente-cinq à la demande d'autorités nationales. La BCE avait délivré soixante-deux avis en 2006. Une liste des avis adoptés en 2007 et début 2008 est annexée au présent *Rapport annuel*.

Les avis suivants émis à la demande du Conseil de l'UE sont particulièrement dignes d'intérêt.

Outre les avis adoptés dans le respect de l'article 105(4) du Traité, la BCE a émis un avis<sup>21</sup> le 5 juillet 2007 conformément à l'article 48 du Traité concernant la mise sur pied de la conférence intergouvernementale (CIG) qui a établi le nouveau traité de Lisbonne<sup>22</sup>. La BCE a en particulier salué le fait que la stabilité des prix et la création d'une union économique et monétaire ayant pour devise l'euro comptent parmi les objectifs de l'UE et que la politique monétaire figure expressément dans les compétences exclusives de l'UE (cf. la section 1.2 du chapitre 5). Le 2 août 2007, après que le projet du nouveau Traité fut dévoilé, le président de la BCE a adressé un courrier à la présidence de la CIG<sup>23</sup> comprenant plusieurs suggestions quant au statut institutionnel de la BCE et du SEBC.

À la suite de l'abrogation, par le Conseil, de la dérogation accordée à Chypre et à Malte, la BCE a émis un avis unique<sup>24</sup> sur les propositions de la Commission européenne visant à amender les règlements (CE) n° 974/98 concernant l'introduction de l'euro et n° 2866/98 concernant les taux de conversion entre l'euro et les monnaies des États membres adoptant l'euro<sup>25</sup>.

La BCE a été consultée au sujet d'une proposition de directive du Conseil concernant le recensement et le classement des infrastructures critiques européennes<sup>26</sup>, dont le but est d'accroître la coordination en réponse aux menaces terroristes. La BCE a souligné que les dispositions nationales mettant en œuvre la directive devaient être compatibles avec les responsabilités des banques centrales quant à la surveillance des systèmes de paiement et de règlement de titres et des chambres

de compensation et qu'il convenait d'éviter d'empiéter sur les travaux déjà effectués par les banques centrales dans ce contexte. La BCE a également insisté sur le fait que la liste des infrastructures critiques européennes devait demeurer confidentielle.

Dans un avis relatif à un règlement du Conseil visant à amender le règlement (CE) n° 1338/2001 (sur la protection de l'euro contre le faux monnayage<sup>27</sup>), la BCE a rappelé que le droit pénal pouvait, à titre exceptionnel, relever des compétences communautaires s'il s'avérait nécessaire de renforcer l'efficacité de la législation communautaire. L'avis souligne que des échantillons de billets doivent en principe être soumis à la BCE et aux BCN, même s'ils sont conservés à titre de preuves dans le cadre de poursuites judiciaires, et que la proposition devait davantage insister sur le fait que, conformément à l'article 106(1) du Traité et à l'article 16 des statuts du SEBC, il est du seul ressort de la BCE de garantir l'intégrité des billets en euros. Enfin, l'avis précise que la BCE et la Commission fixeront les échéances pour la mise en œuvre, à l'échelle nationale, de l'obligation de s'assurer que l'authenticité des billets et pièces en euros reçus est bien vérifiée.

Dans l'avis qu'elle a émis au sujet d'une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil visant à amender le règlement (CE) n° 322/97 relatif à la statistique communautaire<sup>28</sup>, la BCE a salué la reconnaissance de la nécessité d'une étroite collaboration entre le système statistique européen et le SEBC dans le développement, la production et la diffusion des statistiques européennes et de dispositions relatives à l'échange de données confidentielles entre ces institutions.

21 CON/2007/20 du 5 juillet 2007, JO C 160, 13.7.2007

22 Cf. la section 1.2 du chapitre 5

23 Cette lettre a été publiée sur les sites internet de la CIG et de la BCE.

24 CON/2007/19 du 5 juillet 2007, JO C 160, 13.7.2007

25 Cf. la section 2 du chapitre 3

26 CON/2007/11 du 13 avril 2007, JO C 116, 26.7.2007

27 CON/2007/42 du 17 décembre 2007, JO C 27, 31.1.2008

28 CON/2007/35 du 14 novembre 2007, JO C 291, 5.12.2007

En juin 2007, un groupe de travail conjoint regroupant des représentants de la Commission européenne, du secrétariat du Conseil de l'UE et de la BCE a publié un rapport relatif à la consultation de la BCE sur les projets d'actes juridiques communautaires. Le groupe de travail a été constitué sur proposition du président de la BCE. Le rapport vise à s'assurer que toutes les parties accélèrent leurs procédures internes afin que la BCE puisse être consultée et émettre son avis le plus tôt possible dans le processus législatif. Il reconnaît l'obligation de consulter la BCE au sujet des mesures Lamfalussy de niveau 2<sup>29</sup>, qui relèvent de la sphère de compétences de la BCE, et précise les compétences consultatives de la BCE dans les domaines de la surveillance prudentielle et de la stabilité financière. Les discussions menées au sein du groupe de travail ont permis aux participants de prendre conscience de la nécessité de coopérer dans l'intérêt des processus législatifs communautaires dans leur ensemble. Si le rapport traduit la prise de conscience des membres du groupe de travail, il n'engage pas les institutions qu'ils représentent.

Les autorités nationales ont de nouveau consulté la BCE sur des sujets se rapportant aux BCN, en particulier sur des amendements aux statuts des BCN allemande, grecque, hongroise et autrichienne<sup>30</sup>. La République tchèque, la Hongrie, le Portugal et la Roumanie ont également interrogé la BCE sur des aspects qui pourraient influencer sur l'indépendance des BCN en tant que membres du SEBC<sup>31</sup>.

En ce qui concerne la politique monétaire, la BCE a été consultée par la Lettonie, Malte, la Pologne et la Roumanie quant au régime des réserves obligatoires<sup>32</sup>, et par Chypre, la Pologne et la Slovénie sur des questions de change et les moyens de paiement<sup>33</sup>. La BCE a en outre émis des avis sur des questions statistiques à la demande de l'Autriche, de l'Allemagne, de la Hongrie et de la Roumanie<sup>34</sup>.

S'agissant de la surveillance financière, la Bulgarie, l'Allemagne, la Grèce, l'Italie, l'Autriche, la Pologne et la Roumanie<sup>35</sup> ont

consulté la BCE au sujet de projets d'actes législatifs visant à réformer sensiblement le dispositif de la surveillance financière et portant sur des questions liées à la stabilité financière. Dans ce contexte, dans son avis relatif à un projet de loi portant modification de la loi bancaire, de la loi relative à l'épargne, de la loi relative à l'autorité de surveillance du secteur bancaire et de la loi relative à la Oesterreichische Nationalbank visant à améliorer le cadre de surveillance applicable aux établissements de crédit en Autriche et à renforcer le rôle de la BCN, la BCE a répété, dans la continuité des avis qu'elle avait émis précédemment sur le sujet, qu'il était essentiel que les autorités de surveillance et les banques centrales coopèrent (et échangent leurs informations) dans l'intérêt de la surveillance macroprudentielle, de la surveillance des systèmes de paiement et de la préservation d'autres infrastructures du marché indispensables pour que la politique monétaire puisse être menée sans encombre. Dans une perspective de stabilité financière, la BCE a soutenu que les BCN devraient impérativement être impliquées dans la gestion des crises qui surviennent sur les marchés financiers.

La BCE a par ailleurs émis des avis relatifs aux systèmes de paiement et de règlement à la demande des Pays-Bas, de la Hongrie, de la Lettonie, de la Grèce, de la Slovénie, de la Roumanie et de l'Espagne<sup>36</sup>. Dans ce domaine, le ministère des Finances néerlandais a requis l'avis de la BCE sur un projet de loi relative à la surveillance systémique des sociétés de compensation et de

<sup>29</sup> L'approche Lamfalussy consiste en un processus à quatre niveaux pour l'approbation de la législation relative aux valeurs mobilières, aux 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, qui peut être consulté sur le site de la Commission européenne. Cf. également le *Rapport annuel* de la BCE de 2003.

<sup>30</sup> CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 et CON/2007/14

<sup>31</sup> CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 et CON/2007/29

<sup>32</sup> CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 et CON/2007/22

<sup>33</sup> CON/2007/39, CON/2007/28 et CON/2007/5

<sup>34</sup> CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 et CON/2007/24

<sup>35</sup> CON/2007/17, CON/2007/32, CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23, CON/2007/31 et CON/2007/40

<sup>36</sup> CON/2007/7, CON/2007/10, CON/2007/12, CON/2007/13, CON/2007/15, CON/2007/18, CON/2007/25 et CON/2007/27

règlement. La BCE a répété que, dans la mesure où les systèmes de paiement sont liés aux systèmes de compensation et de règlement de titres, il serait tout à fait indiqué que les BCN soient chargées de la surveillance à la fois des systèmes de paiement et des systèmes de compensation et de règlement de titres. Elle a également réitéré sa recommandation selon laquelle la surveillance des systèmes de paiement, y compris la conduite du marché, devrait être explicitement confiée à la Nederlandsche Bank, ce qui cadrerait avec sa participation à l'Eurosystème. La BCE a ajouté qu'en qualité d'autorité de surveillance prudentielle et systémique, la BCN devrait contribuer à examiner si les règles appliquées par les sociétés de compensation et de règlement limitent l'accès à certains participants sur la base d'autres critères que le risque.

Enfin, la BCE a émis un avis à la demande de Chypre<sup>37</sup> en ce qui concerne le dispositif juridique pour l'introduction de l'euro. La Slovaquie a, quant à elle, interrogé la BCE au sujet d'un acte législatif ayant pour objet de faciliter l'introduction de l'euro et visant à amender la loi relative à la Národná banka Slovenska et vingt-sept autres lois régissant des aspects qui relèvent de la compétence de la BCE afin de vérifier si elles étaient compatibles avec le Traité et les Statuts du SEBC<sup>38</sup>.

À compter de 2008, le *Rapport annuel* fournira également des informations concernant les cas les plus importants de non-respect de l'obligation de consultation de la BCE au sujet de projets d'actes législatifs nationaux et communautaires. En 2007, six cas de non-consultation de la BCE ont été recensés. Dans l'un d'eux, les autorités polonaises ont omis de requérir l'avis de la BCE quant à un projet de loi sur la diffusion d'informations. Le texte visait à obliger certaines personnes à communiquer les activités qu'elles ont menées entre 1944 et 1990 pouvant s'apparenter à une collaboration avec les services de sécurité de l'État. Plusieurs dispositions du projet de loi pouvaient porter atteinte à l'indépendance de la banque centrale et amendaient différents aspects du régime institutionnel de la BCN mis

en place conformément à la loi relative à la Narodowy Bank Polski et pouvaient dès lors porter à conséquence pour les membres des organes d'administration et le personnel de la Narodowy Bank Polski. Si la BCE avait été consultée sur ce projet de loi, elle aurait émis d'importantes objections. La BCE a adressé un courrier au président de la Diète au sujet de l'obligation de consultation, qui a contesté la compétence de l'institution dans sa réponse. Par la suite, plusieurs dispositions de la loi sur la diffusion d'informations pertinentes pour le SEBC ont été invalidées par la Cour constitutionnelle polonaise.

Dans un autre cas de non-consultation, les autorités lettones ont omis de consulter la BCE sur un projet de réglementation relevant de son domaine de compétence, à savoir les questions monétaires, ainsi que l'exige le droit communautaire. Ce projet, adopté le 18 décembre 2007, était un amendement au Règlement adopté en Conseil des ministres le 26 juillet 2005, qui portait sur la dénomination de la monnaie unique en letton et constituait déjà une disposition législative sur laquelle les autorités lettones avaient aussi omis de consulter la BCE. Si la réglementation initiale prévoyait que le nom de l'euro en letton était « eiro », cette disposition a désormais été modifiée, le terme « euro » devant être utilisé dans les actes juridiques lettons. Nonobstant ceux-ci, la monnaie unique conserve son appellation officielle d'« eiro » en Lettonie. Consécutivement à l'adoption du règlement initial en 2005, la BCE avait envoyé un courrier au ministre des finances letton le 1<sup>er</sup> septembre 2005, lui spécifiant que conformément à la jurisprudence de la Cour de justice européenne, les États membres ne devaient pas légiférer dans les domaines relevant du droit communautaire directement applicable et qu'en l'espèce, la Communauté disposait d'une compétence exclusive pour légiférer sur l'euro et sa dénomination.

37 CON/2007/1

38 CON/2007/43

### **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 2007, la BCE n'a accompli aucune tâche administrative. Il n'existait pas d'arriéré à la fin de l'année 2006 et aucune nouvelle opération n'a été effectuée en 2007.

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

En 2007, 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 de 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, qui agissent en tant que 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 en 2007 est resté stable par rapport à 2006. En ce qui concerne les services eux-mêmes, une augmentation de l'ensemble des liquidités et/ou des portefeuilles de titres des clients a été observée. En 2007, l'Eurosystème a mené une enquête de satisfaction auprès de ses clients, dont les résultats ont confirmé leur satisfaction générale quant à l'éventail de services disponibles dans le cadre ainsi qu'à la qualité de ces services.





## CHAPITRE 3

# ENTRÉE DE CHYPRE ET DE MALTE DANS LA ZONE EURO

## I LES ÉVOLUTIONS ÉCONOMIQUES ET MONÉTAIRES À CHYPRE ET À MALTE

Le 10 juillet 2007, le Conseil Ecofin a adopté une décision autorisant Chypre et Malte à introduire l'euro le 1<sup>er</sup> janvier 2008, portant de treize à quinze le nombre de pays de la zone euro. Le Conseil a fondé sa décision sur les rapports sur la convergence publiés par la BCE et la Commission européenne en mai 2007 et a fait suite à une discussion menée 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 déterminant les taux de conversion irrévocables entre la livre chypriote et la lire maltaise d'une part, et l'euro d'autre part. Ils ont été fixés à CYP 0,585274 et MTL 0,429300 pour 1 euro et étaient identiques aux cours pivots applicables à compter du 2 mai 2005, date de l'entrée de ces monnaies dans le MCE II. La livre chypriote est restée proche de son cours pivot par rapport à l'euro, dans la partie haute de la marge de fluctuation,

et la lire maltaise a été maintenue à son cours pivot durant toute sa participation au MCE II. Les deux monnaies s'échangeaient à ces taux ou à des niveaux très proches de ceux-ci le jour où les taux de conversion ont été définis.

Au cours des dix dernières années, la progression annuelle de l'IPCH à Chypre et à Malte a été relativement modérée, évoluant le plus souvent entre 2 % et 3 % (cf. tableaux 14 et 15). Ces évolutions relativement favorables de l'inflation doivent être analysées dans le contexte des dispositifs d'ancrage du taux de change établis de longue date. À Chypre, la hausse de l'IPCH s'est renforcée en 2000 et en 2003, essentiellement sous l'effet du renchérissement marqué de l'énergie et des produits alimentaires ainsi qu'en raison d'une accentuation progressive, liée au processus d'harmonisation fiscale au sein de l'UE, des droits d'accise sur l'énergie et du taux de TVA, passé de 10 % à 15 % entre 2002 et 2003. À Malte, des taux d'inflation

**Tableau 14 Principaux indicateurs économiques de Chypre**

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Croissance du PIB en volume	5,0	4,8	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	4,0	4,0	4,4
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume</i>										
<i>(en points de pourcentage)</i>										
Demande intérieure (hors stocks)	5,9	3,2	4,0	5,1	3,3	2,7	4,7	4,3	5,5	..
Exportations nettes	-0,5	2,7	-1,0	0,6	-2,2	0,1	-2,2	0,7	-1,2	..
IPCH <sup>1)</sup>	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,3	2,2
Rémunération par tête	3,1	4,5	6,0	3,7	4,8	7,7	1,9	1,8	2,7	..
Coûts salariaux unitaires nominaux (ensemble de l'économie)	-0,3	1,5	2,7	1,9	4,8	9,7	1,5	1,4	0,5	..
Déflateur des importations (biens et services)	0,0	2,5	5,2	1,1	1,1	-0,3	2,3	4,5	2,3	..
Solde des comptes de transactions courantes et de capital (en pourcentage du PIB) <sup>2)</sup>	3,1	-1,7	-5,2	-3,3	-3,6	-2,0	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1
Emploi total	1,6	1,8	1,7	2,2	2,1	3,8	3,8	3,6	1,7	1,5
Taux de chômage (en pourcentage de la population active)	4,3	4,6	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9
Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Dette brute des administrations publiques	58,4	58,7	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	65,2	60,0
Taux d'intérêt à trois mois (en pourcentage annuel) <sup>1)</sup>	..	6,2	6,4	5,9	4,4	3,9	4,7	4,2	3,4	4,2
Rendement des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel) <sup>1)</sup>	..	..	..	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2	4,1	4,5
Taux de change contre euro <sup>1), 3)</sup>	0,58	0,58	0,57	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58

Sources : BCE et Eurostat

1) Moyenne des valeurs pour la période considérée

2) Les données pour 2007 se rapportent à la moyenne glissante sur quatre trimestres jusqu'au troisième trimestre de 2007.

3) Livre chypriote par euro

**Tableau 15 Principaux indicateurs économiques de Malte**

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Croissance du PIB en volume	..	..	..	-1,6	2,6	-0,3	0,2	3,3	3,4	3,1
<i>Contribution à la croissance du PIB en volume (en points de pourcentage)</i>										
Demande intérieure (hors stocks)	..	..	..	-2,1	-4,3	6,8	1,6	2,4	2,1	..
Exportations nettes	..	..	..	6,7	5,4	-5,3	-1,5	-2,2	1,2	..
IPCH <sup>1)</sup>	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7
Rémunération par tête	..	..	..	5,4	3,1	4,6	1,4	1,8	2,5	..
Coûts salariaux unitaires nominaux (ensemble de l'économie)	..	..	..	9,0	1,0	6,0	0,4	0,1	0,3	..
Déflateur des importations (biens et services)	..	..	..	-6,7	0,8	-2,4	-0,8	4,8	7,5	..
Solde des comptes de transactions courantes et de capital (en pourcentage du PIB) <sup>2)</sup>	-5,3	-2,8	-12,0	-3,8	2,6	-2,8	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2
Emploi total	..	..	..	1,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,1	1,4
Taux de chômage (en pourcentage de la population active)	..	..	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3
Capacité (+) ou besoin (-) de financement des administrations publiques	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Dette brute des administrations publiques	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,7	70,8	64,7	62,9
Taux d'intérêt à trois mois (en pourcentage annuel) <sup>1)</sup>	5,4	5,2	4,9	4,9	4,0	3,3	2,9	3,2	3,5	4,3
Rendement des emprunts publics à 10 ans (en pourcentage annuel) <sup>1)</sup>	..	..	..	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6	4,3	4,7
Taux de change contre euro <sup>1),3)</sup>	0,43	0,43	0,40	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Sources : BCE et Eurostat

1) Moyenne des valeurs pour la période considérée

2) Les données pour 2007 se rapportent à la moyenne glissante sur quatre trimestres jusqu'au troisième trimestre de 2007.

3) Lire maltaise par euro

légèrement plus élevés ont été observés en 1997 et 1998, essentiellement en raison de hausses relativement fortes des prix dans l'hôtellerie, la restauration et les transports. En 2007, la progression moyenne de l'IPCH à Chypre s'est établie à 2,2 %, les taux d'inflation annuels étant passés d'un niveau faible au premier semestre à 3 % fin 2007, essentiellement en raison de l'évolution des prix de l'énergie. À Malte, la hausse de l'IPCH en 2007 a été en moyenne plus faible qu'en 2006, traduisant principalement une forte baisse des prix de l'énergie par rapport aux niveaux élevés enregistrés l'année précédente, ainsi qu'une diminution des prix de l'hébergement. Au second semestre 2007, les taux d'inflation ont affiché une progression continue en rythme annuel pour s'inscrire à un peu plus de 3 % en décembre, portant le taux d'inflation moyen à 0,7 % sur l'ensemble de l'année. À Malte comme à Chypre, les prix des produits alimentaires ont contribué à la hausse de

l'inflation au cours de l'année 2007. À Malte, ce regain d'inflation, particulièrement sensible au dernier trimestre de l'année, a également résulté de hausses des sous-indices de l'habillement et de la chaussure ainsi que de ceux de l'hôtellerie et de la restauration.

Les évolutions de l'inflation doivent être replacées dans un contexte marqué par une croissance économique soutenue au cours des dix dernières années à Chypre et d'une croissance plus atone à Malte. À Chypre, la croissance du PIB en volume, de l'ordre de 5 % en 1998, est revenue aux alentours de 2 % en 2002 et 2003, en raison d'un affaiblissement de la demande dans le secteur du tourisme. Ces dernières années, la croissance du PIB en volume s'est de nouveau renforcée pour atteindre quelque 4 %, ce qui confirme le regain de vigueur de la demande intérieure. À Malte, après une période de forte croissance économique qui a pris fin

en 2000, l'activité s'est considérablement ralentie, en raison d'une faiblesse du volet extérieur de l'économie, du renforcement de la concurrence sur les marchés à l'exportation et des opérations de restructuration dans le secteur manufacturier. La croissance du PIB, soutenue essentiellement par la demande intérieure, s'est redressée dans les années qui ont suivi pour s'établir en moyenne autour de 3 %. S'agissant des évolutions extérieures, Chypre et Malte ont affiché des déficits cumulés du compte de transactions courantes et du compte de capital de l'ordre de 3,5 % et 4 % du PIB, respectivement, au cours des dix dernières années. En 2007, ce déficit s'est creusé à Chypre, atteignant 7,1 % du PIB et s'est réduit à Malte, revenant à 3,2 % du PIB.

Au cours des dix dernières années, la situation sur le marché du travail est demeurée relativement stable dans les deux pays. À Chypre, le taux de chômage a évolué entre 3 % et 5 % et à Malte, il est généralement demeuré proche de 7 %. La croissance de l'emploi a été relativement robuste à Chypre, à près de 4 % entre 2003 et 2005, tandis qu'à Malte, l'emploi a progressé plus faiblement sur cette période. Toutefois, après la reprise économique observée ces dernières années, la situation sur le marché du travail s'est améliorée dans ces deux pays au cours de l'année 2007. À Chypre et à Malte, les taux de chômage sont repartis à la baisse pour s'inscrire, respectivement, à 3,9 % et 5,8 % fin 2007. Dans ces deux pays, les flux importants de travailleurs étrangers, dont les travailleurs saisonniers, favorisent la flexibilité des marchés du travail.

Ces dernières années, la politique budgétaire a davantage servi la réalisation de la stabilité des prix à Chypre et à Malte, dont la situation des finances publiques s'est considérablement améliorée. Partant de niveaux élevés, le ratio de déficit public par rapport au PIB a commencé à diminuer dans les deux pays en 2004. À Chypre, le ratio de déficit, qui atteignait 6,5 % du PIB en 2003, a laissé place à un excédent de 1,5 % en 2007, tandis qu'à Malte, il est revenu de 9,8 % du PIB en 2003 à 1,6 % en 2007. Dans les deux pays, l'amélioration de la situation des finances

publiques a été principalement soutenue par des facteurs non conjoncturels, bien que des mesures temporaires aient également joué un rôle important ces dernières années. Le ratio de dette publique par rapport au PIB est élevé dans ces deux pays mais il a fléchi au cours de ces dernières années. À Chypre, le ratio de dette est revenu d'un niveau record de 70,2 % du PIB en 2004 à 60 % en 2007 et à Malte, il a reculé de 72,7 % du PIB à 62,9 % sur la même période. À Malte, de nouvelles mesures d'assainissement budgétaire sont nécessaires pour que le pays respecte son objectif à moyen terme défini dans le Pacte de stabilité et de croissance. En outre, dans ces deux pays, une marge de manœuvre suffisante doit être dégagée dans le domaine des finances publiques pour faire face à la détérioration attendue de la situation démographique, qui risque d'entraîner une augmentation des dépenses publiques liées au vieillissement.

À Chypre comme à Malte, la politique monétaire a joué un rôle important dans le processus de convergence. Les deux pays ont maintenu une tradition établie de longue date d'un dispositif d'ancrage du taux de change, en vigueur depuis 1960. En outre, l'objectif principal de la politique monétaire consistant à maintenir la stabilité des prix a été inscrit dans la loi relative à la Central Bank of Cyprus et dans celle relative au Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en 2002. La livre chypriote a été rattachée à l'écu en 1992, puis, en 1999, à l'euro, avec une marge de fluctuation de  $\pm 2,25$  %. Cette marge a été élargie à  $\pm 15$  % en 2001, dans un contexte de libéralisation progressive des mouvements de capitaux. Toutefois, la Central Bank of Cyprus n'a pas fait usage de la fourchette élargie et le taux de change a fluctué à l'intérieur d'une marge étroite. La lire maltaise a été rattachée à un panier de devises durant la majeure partie de la période qui a suivi l'accession de Malte à l'indépendance en 1964, les plus importantes pondérations ayant été affectées à l'écu/euro, à la livre sterling et au dollar. Étant donné que la pondération la plus forte avait été attribuée à l'euro (70 %), les fluctuations du taux de change de la lire maltaise par rapport à l'euro sont demeurées assez limitées dans les années qui ont précédé son entrée dans le

MCE II. La livre chypriote et la lire maltaise ont rejoint le MCE II le 2 mai 2005 avec une marge de fluctuation standard de  $\pm 15\%$ . À cette date, les autorités maltaises ont également fait part de leur intention de maintenir, sous la forme d'un engagement unilatéral, le taux de change de la lire maltaise à son cours pivot par rapport à l'euro.

En 2007, la politique monétaire des banques centrales de Chypre et de Malte a continué d'être axée sur la réalisation de la stabilité des prix. Les deux banques centrales ont apporté leur soutien au rattachement de leur taux de change en maintenant leurs taux directeurs à un niveau supérieur à ceux de la BCE. La Central Bank of Cyprus a laissé son taux de soumission minimal inchangé à 4,5 % pendant la majeure partie de l'année, tandis que le Bank Ċentrali ta'Malta/Central Bank of Malta a relevé son taux directeur à deux reprises, en janvier et en mai, de 50 points de base au total, pour le porter à 4,25 %. L'alignement des taux directeurs sur ceux de la BCE a eu lieu le 21 décembre 2007 à Chypre et le 28 décembre 2007 à Malte, achevant ainsi le processus de convergence de ces taux. À Chypre et à Malte, les taux d'intérêt du marché monétaire ont suivi généralement une évolution voisine de celle des taux directeurs dans chacun de ces pays, ce qui a abouti à l'achèvement de la convergence des taux d'intérêt de marché en décembre 2007. Les taux d'intérêt à long terme étaient déjà proches des niveaux de la zone euro depuis début 2006, reflétant la confiance des marchés dans les évolutions économiques

générales de ces deux pays et la crédibilité de leurs politiques monétaire et de change.

Après l'adoption de l'euro, le principal défi pour Chypre et Malte consiste à veiller à la mise en œuvre de politiques nationales appropriées permettant d'assurer un degré élevé de convergence durable. Il est particulièrement important que ces deux pays poursuivent la mise en œuvre d'un processus d'assainissement budgétaire soutenable et crédible, fondé sur des mesures structurelles, et améliorent la situation de leurs finances publiques par une réduction tangible de leur ratio de dette publique. Il est également important qu'ils contiennent les évolutions salariales en tenant compte de la croissance de la productivité du travail, de la situation sur le marché du travail ainsi que des évolutions observées dans les pays concurrents. Dans les deux pays, le renforcement de la concurrence sur les marchés des produits et l'amélioration du fonctionnement du marché du travail constituent des éléments essentiels à cet égard. À Chypre, par exemple, le mécanisme d'indexation des salaires et de certaines prestations sociales (telles que les allocations versées au titre de l'augmentation du coût de la vie) doit faire l'objet d'une refonte afin de réduire les risques liés à l'inertie de l'inflation. À Malte, l'attention doit également se porter sur la suppression des contraintes structurelles pesant sur la croissance économique et la création d'emplois, en accroissant notamment le taux d'activité.

## Encadré 10

### LES INCIDENCES STATISTIQUES DE L'ÉLARGISSEMENT DE LA ZONE EURO À CHYPRE ET À MALTE

L'élargissement de la zone euro à Chypre et à Malte à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2008 a nécessité pour la troisième 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, dans les cas où cela s'est révélé nécessaire, avec la Commission européenne.

Avec l'entrée de Chypre et de Malte, les résidents de ces pays 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 de Chypre et de Malte et les autres résidents de la zone euro.

Depuis janvier 2008, Chypre et Malte ont 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 comparables<sup>1</sup>. L'élaboration de nouvelles statistiques nécessitant un long délai, les banques centrales de Chypre et de Malte ainsi que la BCE ont commencé à s'y employer bien avant que ces deux pays ne rejoignent l'UE. Après être devenues membres du SEBC, les deux banques centrales ont intensifié leurs 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. Dans certains domaines statistiques, un plan d'action a été élaboré avec les deux pays afin que soient remplies progressivement toutes les exigences statistiques de la BCE au cours de l'année 2008. De plus, les banques centrales de Chypre et de Malte ont dû procéder aux préparatifs nécessaires en vue de l'intégration des établissements de crédit chypriotes et maltais 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 été tenus de déclarer, à compter de janvier 2008, leurs transactions (ou flux) et leurs encours sur les résidents de Chypre et de Malte comme des statistiques ressortissant à la zone euro, et non plus comme des opérations avec des non-résidents de la zone.

En outre, Chypre, Malte et les autres pays de la zone euro ont tous dû fournir des données rétropolées présentant un degré de ventilation géographique et sectoriel suffisamment détaillé, et remontant au moins à 2004, date à laquelle Chypre et Malte ont 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 actuelle (intégrant Chypre et Malte) remontant aussi loin que le permettent les données disponibles, et l'autre se rapportant aux différentes compositions de la zone euro, en commençant par les onze pays qui la constituaient en 1999.

<sup>1</sup> Les exigences statistiques de la BCE sont résumées dans le document intitulé *ECB statistics : an overview*, avril 2006.

## 2 LES ASPECTS JURIDIQUES DE L'INTÉGRATION DES BANQUES CENTRALES DE CHYPRE ET DE MALTE DANS L'EUROSISTÈME

Conformément à l'article 122(2) du Traité, la BCE a examiné les statuts de la Central Bank of Cyprus, du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ainsi que d'autres aspects de la législation chypriote et maltaise sous l'angle de leur conformité avec l'article 109 du Traité. La BCE a porté une appréciation favorable sur la compatibilité des législations chypriote et maltaise avec le Traité et les statuts du SEBC, ainsi qu'il est indiqué dans son *Rapport sur la convergence* pour Chypre et Malte publié en mai 2007.

Conjointement avec la BCE, la Central Bank of Cyprus et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ont mis en place un certain nombre d'instruments juridiques visant à assurer leur intégration au sein de l'Eurosystème le 1<sup>er</sup> janvier 2008. Le cadre juridique de l'Eurosystème a été adapté suite à la décision prise par le Conseil Ecofin le 10 juillet 2007 d'abroger les dérogations accordées à Chypre et à Malte<sup>1</sup>. L'introduction de l'euro à Chypre et à Malte et l'intégration de leur banque centrale dans l'Eurosystème ont également nécessité des modifications de certains instruments juridiques chypriotes et maltais.

En mars 2007, les statuts de la Central Bank of Cyprus ont été mis en conformité avec les recommandations formulées dans les *Rapports sur la convergence* de la BCE de 2004 et 2006. Chypre avait consulté la BCE à trois reprises sur des projets de modification des statuts de la Central Bank of Cyprus. La BCE a adopté trois avis proposant des modifications<sup>2</sup>, qui ont été repris dans la version définitive des statuts. Courant 2007, la BCE a également été consultée sur des modifications touchant d'autres domaines de la législation chypriote, et concernant plus précisément la monnaie<sup>3</sup>.

Malte a consulté la BCE sur des projets de modification des statuts du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta le 30 mars 2006. La BCE a adopté un avis<sup>4</sup> proposant certaines modifications, qui ont été prises en compte dans les modifications des statuts. La banque centrale de Malte a également consulté la

BCE le 21 novembre 2006 sur de nouvelles modifications de ses statuts afin de tenir compte des recommandations contenues dans le *Rapport sur la convergence* de la BCE de 2006. La BCE a adopté un avis<sup>5</sup> sur ces modifications, qui a été repris dans la version définitive des statuts de la banque centrale. Le 28 mai 2007, la BCE a également été consultée sur des modifications de la directive n° 1 du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta relative à la constitution de réserves obligatoires et a adopté un avis sur ces modifications<sup>6</sup>.

La décision du Conseil Ecofin du 10 juillet 2007 a entraîné des modifications du règlement (CE) n° 974/98 du Conseil pour permettre l'introduction de l'euro à Chypre<sup>7</sup> et à Malte<sup>8</sup> et l'adoption du règlement (CE) n° 1135/2007<sup>9</sup> du Conseil et du règlement (CE) n° 1134/2007<sup>10</sup> du Conseil, modifiant le règlement (CE) n° 2866/98, qui ont fixé le taux de change irrévocable de l'euro contre la livre chypriote et la lire maltaise, respectivement. Le Conseil a consulté la BCE sur ces deux propositions de règlement, pour lesquelles la BCE a adopté un avis<sup>11</sup>. La BCE a également été consultée sur la législation nationale régissant le passage à l'euro à Chypre et à Malte<sup>12</sup>.

1 Décision 2007/503/CE du Conseil du 10 juillet 2007 conformément à l'article 122(2) du Traité, relative à l'adoption, par Chypre, de la monnaie unique au 1<sup>er</sup> janvier 2008, JO L 186 du 18.07.2007 et décision 2007/504/CE du Conseil du 10 juillet 2007, conformément à l'article 122(2) du Traité, relative à l'adoption, par Malte, de la monnaie unique au 1<sup>er</sup> janvier 2008, JO L 186 du 18.07.2007.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 et CON/2006/50

3 CON/2007/39 et CON/2008/1

4 CON/2006/23

5 CON/2006/58

6 CON/2007/16

7 Règlement (CE) n° 835/2007 du Conseil du 10 juillet 2007 modifiant le règlement (CE) n° 974/98 concernant l'introduction de l'euro à Chypre, JO L 186 du 18.07.2007

8 Règlement (CE) n° 836/2007 du Conseil du 10 juillet 2007 modifiant le règlement (CE) n° 974/98 concernant l'introduction de l'euro à Malte, JO L 186 du 18.07.2007

9 Règlement (CE) n° 1135/2007 du Conseil du 10 juillet 2007 modifiant le règlement (CE) n° 2866/98 en ce qui concerne le taux de conversion à l'euro pour Chypre, JO L 256 du 02.10.2007

10 Règlement (CE) n° 1134/2007 du Conseil du 10 juillet 2007 modifiant le règlement (CE) n° 2866/98 en ce qui concerne le taux de conversion à l'euro pour Malte, JO L 256 du 02.10.2007

11 CON/2007/19, JO C 160 du 13.07.2007

12 CON/2006/10 et CON/2007/1



S'agissant des préparatifs juridiques à l'intégration de la Central Bank of Cyprus et du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta dans l'Eurosystème, la BCE a adopté les instruments juridiques nécessaires à la libération du capital et au transfert par chaque banque centrale d'avoires de réserve de change à la BCE<sup>13</sup>. Conformément à l'article 27.1 des statuts du SEBC, le Conseil des gouverneurs a adopté des recommandations relatives aux commissaires aux comptes extérieurs chargés de la vérification des comptes annuels de la banque centrale de Chypre<sup>14</sup> et de la banque centrale de Malte<sup>15</sup> à compter de l'exercice 2008. La BCE a également révisé son cadre juridique et introduit, quand cela était nécessaire, des modifications pour tenir compte de la participation de la Central Bank of Cyprus et du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta à l'Eurosystème. Elle a notamment examiné les législations chypriote et maltaise mettant en œuvre le cadre juridique de l'Eurosystème pour la politique monétaire et TARGET2. Les contreparties chypriotes et maltaises ont donc été en mesure de participer aux opérations d'*open market* de l'Eurosystème à partir du 2 janvier 2008. La BCE a également adopté un règlement portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la BCE à la suite de l'introduction de l'euro à Chypre et à Malte<sup>16</sup>. Enfin, il a été mis fin à l'accord<sup>17</sup> relatif à la participation des banques centrales de Chypre et de Malte au MCE II.

- 13 Décision BCE/2007/22 du 31 décembre 2007 concernant la libération du capital, le transfert d'avoires de réserves de change ainsi que la contribution aux réserves et aux provisions de la Banque centrale européenne par la Central Bank of Cyprus et par le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, JO L 28 du 01.02.2008
- 14 Recommandation BCE 2007/12 de la BCE du 15 novembre 2007 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation des commissaires aux comptes extérieurs de la Central Bank of Cyprus, JO C 277 du 20.11.2007
- 15 Recommandation BCE 2007/17 de la BCE du 29 novembre 2007 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation des commissaires aux comptes extérieurs du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, JO C 304 du 15.12.2007
- 16 Règlement BCE 2007/11 de la BCE du 9 novembre 2007 portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne à la suite de l'introduction de l'euro à Chypre et à Malte, JO L 300 du 17.11.2007
- 17 Accord du 14 décembre 2007 entre la Banque centrale européenne 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 Banque centrale européenne 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 319 du 29.12.2007

### 3 LES ASPECTS OPÉRATIONNELS DE L'INTÉGRATION DES BANQUES CENTRALES DE CHYPRE ET DE MALTE DANS L'EUROSISTÈME

À la suite de la décision du Conseil Ecofin, le 10 juillet 2007, relative à l'adoption de l'euro par Chypre et Malte le 1<sup>er</sup> janvier 2008, la BCE a procédé aux préparatifs techniques en vue de la pleine intégration de la Central Bank of Cyprus et du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta dans l'Eurosystème. Conformément aux dispositions du Traité, ces deux banques centrales ont rejoint l'Eurosystème avec des droits et des obligations identiques en tous points à ceux des BCN des États membres de l'UE qui avaient déjà adopté l'euro.

Les préparatifs techniques pour l'intégration des banques centrales de Chypre et de Malte dans l'Eurosystème ont été effectués dans le cadre d'une coopération étroite entre la BCE et ces banques centrales et, en tant que de besoin, sur une base multilatérale avec les treize BCN de la zone euro. Ces préparatifs 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 et procédures relatifs à la mise en œuvre de la politique monétaire et aux opérations de change de l'Eurosystème.

#### 3.1 LES OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Du fait de l'introduction de l'euro à Chypre et à Malte le 1<sup>er</sup> janvier 2008, les établissements de crédit situés dans ces deux pays ont été assujettis au système de réserves obligatoires de l'Eurosystème à compter de cette date. Toutefois, comme le 1<sup>er</sup> janvier 2008 se situait pratiquement au milieu de la période normale de constitution des réserves de l'Eurosystème comprise entre le 12 décembre 2007 et le 15 janvier 2008, des dispositions transitoires ont été nécessaires pour permettre l'application du système de réserves obligatoires à Chypre et à Malte pendant cette période de constitution. Des dispositions transitoires ont également

été nécessaires pour le calcul de l'assiette des réserves des contreparties respectives. La liste des 215 établissements de crédit chypriotes et des 22 établissements de crédit maltais soumis à ce dispositif a été publiée pour la première fois sur le site internet de la BCE le 31 décembre 2007.

L'entrée de Chypre et de Malte dans la zone euro a accru le montant global des réserves obligatoires à constituer par les établissements de crédit de la zone euro de moins de 1 % (1,1 milliard d'euros et 0,4 milliard, respectivement). Les facteurs autonomes de la liquidité bancaire au bilan des deux banques centrales ont diminué le besoin de refinancement de l'ensemble du secteur bancaire de la zone euro de 2,7 milliards d'euros, en moyenne, sur la période comprise entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 15 janvier 2008. Dans le calcul de ce chiffre, les opérations de retrait de liquidité effectuées par la banque centrale de Chypre et par la banque centrale de Malte avant leur entrée dans la zone euro, qui étaient toutes arrivées à échéance le 4 janvier, sont également traitées comme des facteurs autonomes. Par conséquent, en tenant compte à la fois du montant des réserves obligatoires à constituer et des facteurs autonomes, l'entrée de Chypre et de Malte dans la zone euro a réduit le besoin global de refinancement du système bancaire de la zone euro de 1,2 milliard d'euros, soit 0,3 % de ce besoin global.

Dans l'ensemble, cet excédent de liquidité de 1,2 milliard d'euros a été acheminé sans difficulté par le biais du marché interbancaire vers les banques d'autres pays de la zone euro, et a pu être ainsi utilisé pour la constitution des réserves obligatoires dans ces pays. Toutefois, jusqu'au 15 janvier, une moyenne quotidienne de quelque 0,3 milliard d'euros a également été versée à la facilité de dépôt par les contreparties chypriotes.

La BCE a pris en compte l'incidence exercée sur les conditions de la liquidité dans la zone euro en ajustant en conséquence le montant des adjudications dans le cadre de ses opérations principales de refinancement à partir de l'opération en date du 28 décembre et à

échéance du 4 janvier. Étant donné l'excédent de liquidité, les contreparties de Chypre et de Malte n'ont présenté qu'un montant négligeable de soumissions aux opérations principales de refinancement de début 2008. Elles ont toutefois participé aux opérations de réglage fin destinées à retirer de la liquidité qui ont été effectuées les 2 et 3 janvier, en déposant 0,3 milliard et 0,5 milliard d'euros, respectivement, auprès de l'Eurosystème.

Lors de leur entrée dans la zone euro, les banques centrales de Chypre et de Malte ont également adopté le dispositif de garanties de l'Eurosystème. La Central Bank of Cyprus a déclaré un montant de 4,2 milliards d'euros d'actifs chypriotes, et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta a déclaré un montant de 3,1 milliards d'actifs maltais, respectivement éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2008.

à celui des réserves de change déjà transférées par les autres BCN de la zone euro. Sur le total, 15 % des avoirs transférés étaient en or et 85 % des actifs libellés en dollars des États-Unis. Suivant le modèle établi en 2007 par la mise en commun des activités opérationnelles entre la Banka Slovenije et la Banque centrale du Luxembourg pour la gestion de leur part des réserves de change de la BCE, la Central Bank of Cyprus et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ont convenu de mettre en commun ces mêmes activités opérationnelles avec la Bank of Greece et avec la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, respectivement. En liaison avec le transfert de leurs avoirs de réserve de change à la BCE, les banques centrales de Chypre et de Malte ont reçu de la BCE une créance libellée en euros.

### **3.2 LA CONTRIBUTION AU CAPITAL, AUX RÉSERVES ET AUX AVOIRS DE RÉSERVE DE CHANGE DE LA BCE**

Lors de leur adhésion au SEBC le 1<sup>er</sup> mai 2004, la Central Bank of Cyprus et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ont libéré 7 % de leur part du capital souscrit à titre de participation aux frais de fonctionnement de la BCE. Conformément à l'article 49 des statuts du SEBC, les banques centrales chypriote et maltaise ont libéré le reliquat de leur contribution le 1<sup>er</sup> janvier 2008. Le montant total de leur part du capital souscrit s'élève à 7,2 millions d'euros et 3,6 millions, respectivement, soit 0,1249 % et 0,0622 % du capital souscrit de la BCE, qui se monte à 5,761 milliards le 1<sup>er</sup> janvier 2008.

Début 2008, conformément aux articles 30 et 49.1 des statuts du SEBC, la Central Bank of Cyprus et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ont transféré à la BCE 73,4 millions d'euros et 36,6 millions, respectivement, d'avoirs de réserve de change, ces montants, calculés à partir de leur part dans le capital souscrit de la BCE, étant proportionnels

## 4 LE PASSAGE À L'EURO FIDUCIAIRE À CHYPRE ET À MALTE

Six ans après l'introduction réussie des billets et pièces en euros dans douze pays de la zone euro et un an après que la Slovénie est devenue membre de l'Eurosystème, les billets et pièces en euros ont été introduits avec succès à Chypre et à Malte le 1<sup>er</sup> janvier 2008. À l'issue d'une période de double circulation d'un mois, l'euro avait totalement remplacé la livre chypriote et la lire maltaise.

Comme lors des précédents passages à l'euro fiduciaire, des travaux préparatoires approfondis et menés avec diligence ont été essentiels au bon déroulement de l'introduction des billets et pièces en euros. Chypre et Malte avaient défini des plans pour ce passage au niveau national longtemps avant le jour de l'introduction. Ces plans reposaient, entre autres, sur le cadre juridique adopté par le Conseil des gouverneurs en juillet 2006 relatif 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.

À la suite de la décision du Conseil Ecofin, le 10 juillet 2007, relative à l'adoption de l'euro à Chypre et à Malte le 1<sup>er</sup> janvier 2008, la Central Bank of Cyprus et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ont été habilités à emprunter des billets auprès de l'Eurosystème en prévision du passage à l'euro fiduciaire et des besoins en billets en 2008.

Afin de couvrir les besoins pour la période de lancement, l'Eurosystème a fourni à la Central Bank of Cyprus un total de 79,1 millions de billets en euros pour une contre-valeur de 1 730,0 millions d'euros provenant de ses stocks, tandis que le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta a reçu un total de 72,0 millions de billets pour une contre-valeur de 1 566,0 millions d'euros. Pour des raisons géographiques et logistiques, la livraison physique des coupures a été assurée pour le compte de l'Eurosystème par la Bank of Greece, la Banca d'Italia et le Banco de Portugal.

S'agissant des pièces en euros, les autorités compétentes des deux pays ont opté pour une procédure d'appel d'offres public afin de fournir

les quantités nécessaires. Pour Chypre, l'hôtel de la Monnaie de Finlande a produit 395,0 millions de pièces en euros pour une contre-valeur de 100,3 millions d'euros, et pour Malte, la Monnaie de Paris a frappé 200,0 millions de pièces en euros pour une contre-valeur de 56,1 millions d'euros.

La Central Bank of Cyprus a commencé à préalimenter les établissements de crédit en pièces en euros le 22 octobre 2007, et en billets en euros le 19 novembre 2007. La sous-préalimentation des commerçants et des sociétés gérant des distributeurs automatiques a débuté au même moment que la préalimentation. Une distribution préalable de pièces en euros à grande échelle a été facilitée par la confection de 40 000 fonds de caisse standard, d'une valeur unitaire de 172 euros, mis à la disposition des entreprises et des commerçants à compter du 3 décembre 2007. Quelque 250 000 sachets premiers euros, d'une valeur unitaire de 17,09 euros, ont été mis en vente auprès du grand public à la même date.

À Malte, la préalimentation en pièces en euros a démarré fin septembre 2007, tandis que la préalimentation en billets en euros a commencé fin octobre. La sous-préalimentation des entreprises et des commerçants en billets et en pièces, comportant la distribution de fonds de caisse d'une valeur unitaire de 131 euros, a débuté le 1<sup>er</sup> décembre 2007. Il a été proposé au grand public d'acquérir un des 330 000 sachets premiers euros d'une valeur unitaire de 11,65 euros à compter du 10 décembre 2007.

Les opérations de préalimentation et de sous-préalimentation des deux pays, qui ont contribué à une large distribution de l'euro fiduciaire avant le basculement, ont été achevées dans les délais prévus et ont joué un rôle essentiel dans le bon déroulement de l'ensemble du processus. Le passage à l'euro fiduciaire à Chypre et à Malte a également été facilité par la conversion rapide des distributeurs de billets, qui soit avait eu lieu avant le « Jour € », soit est intervenue au cours de la journée du 1<sup>er</sup> janvier 2008. En outre, les commerçants ont rendu la monnaie uniquement en euros dès le premier jour.

Dans les deux pays, l'euro a été mis en circulation sous la forme d'un « big bang », les billets et les pièces en euros ayant été introduits physiquement au moment même où l'euro a eu cours légal. La Central Bank of Cyprus et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta procéderont au remboursement des espèces remplacées par l'euro pendant, respectivement, dix ans pour les billets et deux ans pour les pièces.

En liaison avec l'introduction de l'euro à Chypre et à Malte, les BCN de la zone euro ont échangé au pair les billets libellés en livres chypriotes et en liras maltaises dès le premier jour ouvré de 2008, et ont continué d'offrir ce service à titre gratuit jusqu'au 29 février 2008<sup>18</sup>. Le montant échangé était limité à 1 000 euros par client et par transaction sur la journée.

#### **LA CAMPAGNE D'INFORMATION SUR L'INTRODUCTION DE L'EURO**

La BCE a conçu et mis en œuvre, en collaboration avec la Central Bank of Cyprus et avec le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, de vastes campagnes d'information en vue de préparer l'introduction de l'euro à Chypre et à Malte le 1<sup>er</sup> janvier 2008. Ces campagnes d'information menées conjointement visaient à familiariser le 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. Une attention particulière a été accordée aux professionnels manipulant des espèces et aux malvoyants, qui ont pu bénéficier de sessions de formation et de supports de communication.

Le logo « € OUR money », qui s'appuie sur le logo utilisé pour la campagne d'information relative à l'introduction des billets et des pièces en euros en 2002, a illustré toutes les opérations de communication communes liées au passage à l'euro fiduciaire à Chypre et à Malte.

Les campagnes d'information menées conjointement sur l'euro ont retenu un ensemble d'actions de communication comprenant des activités de recherche, des publications, un

programme de relations presse et de relations publiques et un programme de partenariat, ainsi que des pages internet dédiées. À la suite d'études qualitatives menées à l'échelle paneuropéenne en 2006, une forte dimension humaine a été adoptée pour la communication relative à l'euro fiduciaire. Des images représentant des citoyens chypriotes et maltais manipulant des espèces ont été utilisées sur les supports d'information afin de familiariser la population avec l'euro. Ces campagnes ont également tenu compte des enseignements tirés à l'occasion de la campagne d'information sur l'euro en Slovaquie, dont le plan de communication a été validé par une enquête effectuée en février 2007.

Près de 1,8 million de publications en grec, en maltais, en anglais et en turc, ont été produites par la BCE et distribuées par la Central Bank of Cyprus et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. Chaque ménage à Chypre et à Malte a reçu un des 560 000 « dépliants d'information destinés au public ». Avec ces dépliants, les ménages chypriotes ont également reçu une calculatrice et deux cartes billets en euros (euro banknote card), et ceux de Malte deux cartes de conversion en euros (euro conversion card). Ces cartes, au format portefeuille, permettent de voir deux images, alternativement, en fonction de l'inclinaison. À Malte, la carte représente une table de conversion de montants standard en euros et en liras maltaises et, au verso, le billet de 20 euros et ses signes de sécurité. À Chypre, ce sont les billets de 20 euros et 50 euros et leurs signes de sécurité qui sont reproduits.

Une attention particulière a été accordée aux malvoyants. La « carte parlante € » (€ talking card), innovation reposant sur le principe des cartes d'anniversaire musicales, incorpore une puce électronique sur laquelle est enregistré un message d'une durée de trois minutes décrivant

<sup>18</sup> L'article 52 des statuts du SEBC exige que le Conseil des gouverneurs de la BCE prenne les mesures nécessaires pour garantir que les billets libellés en monnaies dont les taux de change contre euro ont été irrévocablement fixés soient échangés au pair par les BCN de la zone euro. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté le 24 juillet 2006 une orientation relative à l'échange de ces billets.

les principales caractéristiques de l'euro et les modalités locales du passage à l'euro.

Plusieurs actions de relations publiques et de relations de presse ont suscité une large couverture médiatique : des bannières représentant l'euro sur les bâtiments de la Central Bank of Cyprus et du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, une conférence sur l'euro à Malte pour favoriser le dialogue sur les aspects économiques et pratiques de l'euro, une conférence destinée au milieu universitaire à Chypre, et des fêtes célébrant l'euro le 12 et le 18 janvier 2008 à Malte et à Chypre, respectivement. Afin de fournir des informations officielles relatives à l'organisation, aux responsabilités et aux activités de la BCE/ de l'Eurosystème, un séminaire de deux jours destiné à des journalistes chypriotes et maltais a été organisé à la BCE à Francfort en septembre 2007.



## 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 financier<sup>1</sup>. 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 et également le principal vecteur potentiel de diffusion des risques au sein du système financier. Dans le même temps, l'importance croissante des marchés de capitaux et des autres institutions financières et de leurs interactions avec les banques implique la nécessité d'un suivi par le SEBC des vulnérabilités de ces composantes du système financier.

### LES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES

Les turbulences observées sur les marchés de capitaux internationaux au second semestre 2007 ont soulevé un certain nombre de questions relatives à la stabilité financière de la zone euro. Les principales évolutions, leur dynamique 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 de publications spécialisées, notamment la *Financial Stability Review*. Dans l'ensemble, et en dépit des turbulences, le système financier de la zone euro est demeuré solide et résistant en 2007. Toutefois, sa capacité à absorber les chocs a été sérieusement mise à l'épreuve durant une grande partie du second semestre. Tandis que le contexte macroéconomique a continué d'apporter un soutien important à la stabilité financière tout au long de l'année, un renversement brutal des

conditions favorables qui prévalaient sur les marchés de capitaux s'est produit en juillet et août. Cet épisode de turbulences, déclenché par une forte hausse des taux de défaillance sur les prêts immobiliers *subprime* aux États-Unis, a entraîné une réappréciation du risque de crédit sur plusieurs marchés et a fini par perturber le fonctionnement des principaux marchés de financement.

Avant le début des turbulences, la situation financière du système financier de la zone euro était solide, le secteur bancaire ayant connu plusieurs années de forte rentabilité et ce, jusqu'à la fin du premier semestre 2007. Les banques ont ainsi disposé d'un amortisseur important permettant d'absorber les perturbations. Au cours du premier semestre 2007, l'amélioration de la rentabilité des grandes banques de la zone euro a été liée essentiellement à la forte croissance des revenus hors intérêts ; dans le même temps, le produit net d'intérêt a continué de subir l'incidence d'une courbe des rendements au profil aplati, malgré une croissance robuste, quoique ralentie, des prêts au secteur privé. La rentabilité des grandes banques de la zone euro a également été soutenue par la persistance de faibles provisions pour dépréciation des créances. Toutefois, les niveaux de rentabilité ont été pénalisés au second semestre par la réappréciation du risque de crédit et par un contexte de marché plus difficile pour la liquidité de financement. Cette incidence négative est en partie imputable à la forte baisse des titres *subprime* et des produits structurés ainsi qu'aux engagements sur les prêts à effet de levier. Les turbulences du marché du crédit ont eu des répercussions notamment sur les sources de revenus hors intérêts des banques ; par ailleurs, les banques ayant recours au financement sur le marché de gros ont également rencontré des difficultés pour accroître leurs sources du produit net d'intérêt.

1 Depuis fin 2004, la BCE publie un rapport semestriel sur la stabilité du système financier de la zone euro intitulé *Financial Stability Review* (Revue de la stabilité financière). En 2007, elle a également publié la sixième édition des rapports intitulés *EU banking sector stability* (La stabilité du secteur bancaire de l'UE) et *EU banking structures* (Structures bancaires de l'UE). Ces publications, qui présentent les principaux résultats du suivi régulier de la structure et de la stabilité du secteur bancaire par le BSC, sont disponibles sur le site internet de la BCE.

Tandis que la persistance d'une forte rentabilité au premier semestre 2007 apportait une contribution positive aux fonds propres des banques, les ratios de solvabilité ont légèrement diminué, les actifs pondérés des risques progressant à un rythme plus rapide que celui des fonds propres. Les niveaux de solvabilité sont toutefois restés largement supérieurs aux exigences réglementaires minimales au premier semestre 2007. Malgré les évolutions défavorables de la rentabilité au second semestre, les implications directes des turbulences observées sur les marchés de capitaux ne devraient pas sensiblement affecter les ratios de solvabilité des grandes banques de la zone euro en 2007, ce qui indique que ces dernières ont conservé une capacité appropriée à absorber les chocs.

Par-delà les conséquences possibles des turbulences observées sur le marché du crédit, les risques susceptibles de peser sur le système bancaire de la zone euro sont essentiellement liés à la possibilité d'évolutions défavorables du cycle du crédit, assorties d'implications négatives sur la qualité des actifs des banques et sur leurs provisions pour dépréciation des créances. Par ailleurs, l'éventualité d'une correction brutale des déséquilibres mondiaux demeure une source de risque à moyen terme pour la stabilité financière mondiale.

La situation financière du secteur des assurances de la zone euro a continué de s'améliorer au premier semestre 2007, confortant les progrès observés depuis 2004. Cette dynamique a été soutenue par une nouvelle croissance des primes d'assurance, ainsi que par la réduction des coûts et le niveau modéré des pertes. Le renforcement des revenus d'investissements, lié aux évolutions favorables des marchés boursiers au premier semestre 2007, a également contribué à l'amélioration de la rentabilité. Certains risques persistent toutefois dans ce secteur et pourraient même s'être accentués. Les risques inhérents aux marchés de capitaux demeurent parmi les plus importants auxquels les assureurs sont confrontés. Alors que les sociétés d'assurance de la zone euro semblent avoir limité leur exposition aux prêts hypothécaires *subprime* et aux produits structurés, les effets secondaires liés aux difficultés du marché du crédit peuvent



s'avérer préoccupants. Autre facteur de risque, la hausse de la concurrence, notamment dans le secteur hors assurance-vie, pourrait peser sur la progression des primes.

Au niveau mondial, la croissance du secteur des *hedge funds* s'est globalement poursuivie en 2007, même si les souscriptions nettes ont enregistré des évolutions très variables au cours de l'année. Ces souscriptions nettes ont été très soutenues au premier semestre, en dépit d'un court épisode de turbulences sur les marchés de capitaux fin février et début mars. Au second semestre, toutefois, les souscriptions nettes des investisseurs ont été affectées par les turbulences des marchés du crédit et par les pertes considérables enregistrées en août, qui ont eu des répercussions sur toutes les stratégies d'investissement des *hedge funds*. Néanmoins, à la fin du troisième trimestre 2007, les rendements de la période sous revue restaient positifs pour l'ensemble de ce secteur.

### LES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES

Les évolutions structurelles du secteur bancaire, qui s'inscrivent généralement sur de longues périodes, peuvent avoir des conséquences importantes pour la stabilité du système financier. En ce qui concerne la consolidation et l'intermédiation, les principales tendances à long terme se sont poursuivies en 2007. La structure des marchés bancaires est restée

extrêmement différente d'un État membre de l'UE à l'autre.

Le processus de consolidation, attesté par la baisse du nombre des établissements de crédit, s'est poursuivi au niveau global, à un rythme toutefois plus faible. À fin 2006, le nombre des établissements de crédit dans l'UE à 25 était inférieur de 2 % à celui de 2005. En revanche, l'intermédiation bancaire, mesurée par le total des actifs bancaires, a continué de progresser à un rythme plus rapide que celui de la croissance du PIB nominal. La combinaison de la baisse du nombre des établissements de crédit et de la hausse des actifs bancaires souligne l'importance croissante des établissements de plus grande taille.

La réduction du nombre des établissements de crédit est étroitement liée à l'activité de fusions et acquisitions, conduite essentiellement au niveau national, au sein du secteur bancaire de l'UE. Cela étant, la tendance décroissante du nombre des opérations de fusions et acquisitions observée depuis 2000 s'est poursuivie en 2007. Seule exception, les opérations transfrontières entre les établissements de crédit de l'UE et ceux de pays tiers ont progressé, notamment au cours des deux dernières années. Toutefois, la valeur des opérations de fusions et acquisitions s'est inscrite en hausse en 2007, en raison essentiellement d'importantes transactions effectuées au niveau national dans certains États membres. Avec l'acquisition d'ABN Amro par le consortium formé par la Royal Bank of Scotland, Santander et Fortis, les opérations transfrontières au sein de l'UE ont atteint une nouvelle dimension. Cette évolution souligne la prédominance d'un nombre relativement faible d'opérations de grande envergure, que l'on constate chaque année depuis 2004.

S'agissant des canaux de distribution utilisés par le secteur de la banque de détail, un certain nombre d'évolutions récentes peuvent être identifiées. On assiste à une redéfinition des réseaux de succursales en termes de localisation et de services, afin de les rendre plus efficaces en termes de coûts et mieux intégrés dans les nouveaux canaux de distribution utilisés par les

établissements de crédit. Par ailleurs, les canaux de communication électronique se développent rapidement ; ils fournissent non seulement des services d'information et de transaction, mais sont également utilisés pour la promotion et la vente de produits bancaires. Afin de faire face à la vive concurrence en matière de crédits à la consommation, les banques intensifient également leur coopération avec des tiers tels que les commerçants, les sociétés financières et les agents/groupes de services financiers. Ces évolutions, et en particulier le recours croissant aux canaux de communication électronique, pourraient entraîner différents types de risque (notamment risque opérationnel, risque de réputation, de liquidité, risque juridique et risque stratégique). Toutefois, dans la mesure où l'importance de ces canaux est encore limitée pour la majorité des banques, aucune préoccupation majeure en matière de stabilité financière n'a été identifiée jusqu'à présent.

## 1.2 LES DISPOSITIFS EN MATIÈRE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

En 2007, les principales évolutions relatives aux dispositifs de stabilité financière ont concerné les suites apportées aux conclusions de l'exercice de simulation de crise financière effectué en avril 2006 à l'échelle de l'UE<sup>2</sup>. Le groupe de travail *ad hoc* sur les dispositifs de l'UE en matière de stabilité financière, émanation du Comité économique et financier (CEF), qui avait été chargé d'évaluer quelques questions essentielles soulevées par cet exercice et dans lequel la BCE était représentée, a soumis en septembre 2007 son rapport final comportant un certain nombre de recommandations qui ont été ensuite approuvées par le CEF. Tout au long de cette discussion, la BCE a souligné que la prévention des crises financières devait constituer la préoccupation principale de ces travaux, sans négliger pour autant les questions pertinentes liées à la gestion des crises, le cas échéant, et à leur

2 Cet exercice a été organisé par le Comité économique et financier en vue de tester le protocole d'accord relatif à la coopération dans les situations de crise financière entre les autorités de contrôle bancaire, les banques centrales et les ministères des Finances. Pour plus de détails, cf. le *Rapport annuel 2006* de la BCE.

résolution finale. Dans le cadre de cette initiative, le BSC, en collaboration avec le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB), a élaboré un cadre d'analyse commun permettant d'évaluer les implications systémiques d'une crise financière et de fournir aux autorités des États membres affectés par une crise financière transfrontière une base commune de discussion. Ces autorités nationales pourront ainsi traiter de façon plus efficace l'incidence d'une crise sur leur système financier et leur économie réelle.

compte des contributions techniques de la BCE, en vue de présenter des propositions en 2008 permettant d'améliorer encore les dispositifs de résolution et de gestion des crises affectant les groupes bancaires de l'UE.

À la suite des recommandations du CEF, le Conseil Ecofin a convenu, en octobre 2007, d'une feuille de route stratégique prévoyant de renforcer les dispositifs de l'UE en matière de stabilité financière, à la fois au niveau de l'UE et au niveau national. Dans un premier temps, le Conseil a adopté un ensemble de principes communs pour la gestion des crises financières transfrontières. Ils seront inclus dans un protocole d'accord entre les banques centrales, les autorités de contrôle bancaire et les ministères des Finances des États membres de l'UE qui sera signé au printemps 2008 en vue de compléter le protocole signé en 2005. Ce protocole étendu comprendra également le cadre d'analyse commun mentionné précédemment. En outre, il contiendra des orientations pratiques pour la gestion de crise reflétant une perception commune des mesures à prendre en cas de crise transfrontière. Le Conseil Ecofin a également encouragé les États membres partageant les mêmes préoccupations relatives à la stabilité financière à élaborer et à signer des « accords de coopération volontaire spécifiques » qui soient compatibles avec le protocole étendu s'appliquant à l'UE et s'appuient sur les dispositifs de surveillance transfrontières existants en vue de prévenir les crises. La Commission européenne a été invitée, en étroite collaboration avec les États membres, à envisager de possibles améliorations et, le cas échéant, à proposer des modifications réglementaires en accordant une attention particulière aux échanges d'informations, au transfert transfrontière des actifs, à la liquidation des groupes bancaires et aux dispositifs de garantie des dépôts. La Commission européenne procède déjà à la révision de la directive 2001/24/CE concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, en tenant

## 2 LA RÉGLEMENTATION ET LA SURVEILLANCE FINANCIÈRES

### 2.1 QUESTIONS GÉNÉRALES

Assurer l'efficacité et l'efficience du cadre réglementaire et prudentiel de l'UE pour les services financiers constitue une priorité essentielle de ces dernières années. Le dispositif Lamfalussy<sup>3</sup> relatif à la réglementation et à la supervision financières, appliqué au secteur des valeurs mobilières en 2002 et étendu aux secteurs de la banque et de l'assurance en 2005, a été conçu pour fournir l'environnement institutionnel approprié à la poursuite de cet objectif.

Les progrès accomplis en matière de convergence et de coopération dans le cadre du processus Lamfalussy ont été suivis avec attention. Un premier réexamen complet du cadre Lamfalussy relatif à la réglementation et à la supervision financières des différents secteurs financiers a été réalisé au second semestre 2007, et s'est achevé avec l'adoption de ses conclusions par le Conseil Ecofin lors de sa réunion du 4 décembre 2007. Ce réexamen a bénéficié de l'évaluation de différentes institutions et enceintes de l'UE, notamment la Commission européenne, le Groupe interinstitutionnel de surveillance, le Comité des services financiers (CSF) et le Parlement européen. L'Eurosystème, qui a activement soutenu l'approche Lamfalussy dès le départ et a suivi son évolution avec attention, dans le cadre de sa mission visant à contribuer à la bonne conduite des politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit et de stabilité du système financier, a publié sa contribution le 30 novembre 2007.

Dans cette contribution, l'Eurosystème a souligné que les évolutions du marché, notamment les progrès en matière d'intégration bancaire, l'importance croissante des groupes bancaires de l'UE très actifs à l'international et la centralisation croissante de leurs fonctions opérationnelles, mettaient en évidence l'urgence d'un renforcement de la convergence et de la coopération en matière de surveillance des banques de l'UE. Cela permettrait d'assurer un contrôle efficace des risques financiers transfrontières et d'y répondre, tout en fournissant aux intervenants de marché

une interface prudentielle rationalisée ainsi qu'une égalité des conditions de concurrence. La réalisation de ces objectifs suppose que des améliorations soient apportées à chaque étape du processus réglementaire et prudentiel.

L'Eurosystème considère en outre que le rôle du Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB) dans le cadre institutionnel de l'UE doit être renforcé, tout comme il convient de réaffirmer les responsabilités de ses membres lorsqu'il s'agit de promouvoir la convergence et la coopération au sein de l'UE. Parallèlement, les objectifs de l'UE doivent être spécifiés de façon plus claire. S'agissant du cadre réglementaire, l'Eurosystème estime nécessaire d'améliorer encore la convergence de la législation bancaire de l'UE. Tandis que la priorité essentielle dans le domaine de la coopération entre les autorités de surveillance du pays d'origine et du pays d'accueil concernera la mise en œuvre au quotidien du cadre réglementaire renforcé fourni par la directive CRD<sup>4</sup>, il serait utile d'envisager de clarifier encore ce cadre. Les accords de coopération entre pays d'origine et pays d'accueil relatifs aux succursales étrangères méritent une attention toute particulière dans ce contexte, notamment afin d'assurer un engagement approprié du pays d'accueil concernant les grandes succursales étrangères. Afin d'encourager la convergence des exigences prudentielles, l'Eurosystème souligne l'importance d'une amélioration du processus de décision du CECB, allant de pair avec la mise en

3 L'approche Lamfalussy est composée de quatre niveaux. Au Niveau 1, les principes de base de la législation sont définis dans le cadre du processus législatif normal : procédure de codécision impliquant le Parlement européen et le Conseil de l'UE, agissant sur proposition de la Commission européenne. Au Niveau 2, des mesures d'exécution pour l'application de la législation de Niveau 1 sont adoptées et amendées par le biais de procédures *fast-track*. Le Niveau 3 a trait aux travaux des comités de Niveau 3 visant à renforcer la convergence et la coopération en matière de surveillance. Le Niveau 4 se rapporte aux mesures de la Commission pour faire appliquer de façon plus rigoureuse la législation de l'UE. Pour plus de détails, cf. le *Rapport final du comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières* du 15 février 2001, publié sur le site internet de la Commission européenne. Cf. également le *Rapport annuel 2003* de la BCE

4 La directive CRD se compose de la refonte de deux directives du 14 juin 2006 : la directive 2006/48/CE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice et la directive 2006/49/CE sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit.

œuvre du principe « se conformer ou expliquer », et d'un mécanisme efficace de diffusion des informations prudentielles et de comparaison entre superviseurs. Enfin, plusieurs mesures d'encouragement à la convergence des processus de surveillance ont été récemment introduites. Elles sont liées en particulier à la mise en œuvre systématique des normes et des orientations du CECB au quotidien, des « réseaux opérationnels » entre les collèges de contrôleurs responsables des groupes bancaires de l'UE, de la délégation des tâches entre les superviseurs et des efforts visant à favoriser une culture prudentielle commune. L'Eurosystème estime qu'il est important que ces mesures soient effectivement appliquées et soient encore développées dans la période à venir.

## 2.2 LE SECTEUR BANCAIRE

La BCE, en coopération avec le Comité de la surveillance bancaire (BSC), mène depuis plusieurs années des travaux concernant la gestion du risque de liquidité par les banques. Un rapport sur la gestion de ce risque par les groupes bancaires internationaux dans l'UE a été parachevé au premier trimestre 2007 et a apporté une contribution opportune aux travaux réglementaires de la Commission européenne en matière de risque de liquidité. Le rapport a été également soumis au Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) et au CECB pour alimenter leurs travaux sur la question.

Une version plus synthétique du rapport a été publiée en octobre 2007 par la BCE sous la forme d'une étude spéciale dans son rapport sur les structures bancaires de l'UE. Cette étude s'attache particulièrement à des questions liées à la réglementation de la liquidité et aux évolutions de l'organisation de la gestion du risque de liquidité par les groupes bancaires internationaux, ainsi qu'à leurs conséquences éventuelles pour la stabilité financière. Les principales conclusions du rapport peuvent se résumer comme suit. Premièrement, les banques qui opèrent à l'échelle internationale n'ont pas l'impression que la fragmentation de la réglementation du risque de liquidité dans l'UE impose des restrictions

injustifiées sur leur gestion transfrontière de la liquidité intragroupe. Toutefois, les banques signalent que d'autres réglementations, concernant les accords de coopération entre pays d'accueil et pays d'origine et les limites de risques, peuvent éventuellement poser des obstacles à une gestion efficace du risque de liquidité. Deuxièmement, si les banques opérant à l'échelle internationale reconnaissent l'utilité des initiatives prises par les banques centrales pour traiter les problèmes de flux internationaux de liquidité et d'utilisation transfrontière des garanties, elles identifient encore des obstacles concernant le *pooling* de la liquidité et l'utilisation transfrontière des garanties. Troisièmement, malgré les différences subsistant dans la gestion du risque de liquidité par les banques opérant à l'échelle internationale, la tendance à la centralisation des stratégies et des procédures de gestion de la liquidité, et à la décentralisation de la gestion de la liquidité au jour le jour, s'est confirmée. Quatrièmement, les approches sophistiquées de gestion en interne du risque de liquidité ne sont pas encore largement répandues, mais les grandes banques qui les ont développées pourraient souhaiter les utiliser également à des fins réglementaires. Pour leur part, les petites banques utilisent actuellement les ratios de liquidité réglementaires à des fins de gestion interne également. Enfin, le raccourcissement de l'horizon temporel pour les obligations de paiement des banques, le recours accru à des sources de financement de marché et potentiellement plus volatiles, ainsi que le besoin croissant de garanties de grande qualité ont été recensés comme étant les principales évolutions du marché affectant la gestion du risque de liquidité par les banques.

Pour l'avenir, la BCE, en coopération avec le BSC, poursuivra ses travaux dans ce domaine important. Dans ce contexte, le BSC analysera les pratiques actuelles concernant les simulations de crise de liquidité et les plans de financement d'urgence des banques de l'UE.

Des travaux sont également en cours à la BCE concernant les éventuels effets procycliques de la directive CRD. Dans le cadre de cette directive, la Commission européenne, en coopération avec les États membres, et en

tenant compte de la contribution de la BCE, a reçu mandat de rechercher périodiquement si les exigences minimales en fonds propres ont des effets significatifs sur le cycle économique, et de proposer des mesures correctives si le cas est avéré. Dans cette perspective, le BSC et le CECB développent conjointement un cadre d'analyse permettant d'évaluer l'éventuel impact procyclique du nouveau dispositif réglementaire d'adéquation des fonds propres.

œuvre des recommandations qu'il adresse aux autorités de surveillance, aux contreparties, aux investisseurs et au secteur des *hedge funds*, et a déjà rendu compte aux gouverneurs des banques centrales et aux ministres des Finances du G10 des progrès réalisés jusqu'ici en ce domaine.

### 2.3 LES VALEURS MOBILIÈRES

La BCE a contribué aux travaux réglementaires de l'UE dans le domaine des valeurs mobilières par le biais de sa participation au Comité européen des valeurs mobilières. La BCE a également participé en tant qu'observateur aux travaux du Groupe d'experts des marchés européens des valeurs mobilières (ESME), instauré par la Commission européenne comme organe consultatif du secteur des valeurs mobilières.

En général, les autorités se sont attachées principalement en 2007 à la mise en œuvre rigoureuse par les États membres de la directive sur les marchés d'instruments financiers et de la directive sur la transparence financière, ainsi qu'à l'évaluation de la nécessité d'une intervention réglementaire supplémentaire.

Plus précisément, la BCE a participé activement, dans le cadre d'instances internationales et européennes, au débat sur la possibilité d'introduire des règles d'encadrement des *hedge funds*, compte tenu de leur rôle croissant dans le système financier et des éventuelles conséquences de leurs activités pour la stabilité financière. À la suite d'un rapport sur les institutions à fort effet de levier préparé par le Forum de stabilité financière (FSF), le consensus international sur l'actuelle approche réglementaire indirecte, reposant sur un examen minutieux des *hedge funds* par leurs contreparties (essentiellement des banques) et les investisseurs, a été confirmé. L'approche indirecte, conjuguée au respect des meilleures pratiques par les intervenants de marché, est pleinement encouragée par la BCE. Le FSF suit attentivement la mise en

### 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 exerce une incidence sur la mission de l'Eurosystème consistant à préserver la stabilité financière. L'intégration financière favorise également l'efficacité et 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 2007.

#### LA SENSIBILISATION AUX PROGRÈS EN MATIÈRE D'INTÉGRATION FINANCIÈRE ET LE SUIVI DE CES AVANCÉES

En mars 2007, la BCE a fait paraître une nouvelle publication annuelle intitulée *Financial integration in Europe* (L'intégration financière en Europe). Ce rapport a principalement pour objet 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 est divisé en trois chapitres. Le premier chapitre présente l'évaluation de la BCE concernant l'état de l'intégration financière de la zone euro. Cette évaluation s'appuie sur un ensemble d'indicateurs quantitatifs, exposés en détail dans une annexe statistique, qui couvrent de nombreuses composantes importantes du système financier (notamment les marchés monétaire, obligataire, boursier et bancaire ainsi que les infrastructures de marché) et qui sont

publiés deux fois par an sur le site internet de la BCE et annuellement dans ce nouveau rapport. Le deuxième chapitre, intitulé *Special features* (Aspects spécifiques) contient des analyses approfondies sur certains thèmes, généralement retenus en fonction de leur importance au regard du programme d'intégration financière de l'UE et de leur pertinence pour la poursuite des missions de la BCE. Les sujets traités dans le deuxième chapitre du premier rapport sont les suivants : *monetary policy and financial integration* (politique monétaire et intégration financière), *strengthening the EU framework for cross-border banks* (le renforcement du cadre de l'UE pour les banques ayant une activité internationale) et *the Single Euro Payments Area (SEPA) initiative and its implications for financial integration* (le projet SEPA de paiements en euros et ses conséquences pour l'intégration financière). Enfin, le troisième chapitre propose une vue d'ensemble de la contribution de l'Eurosystème en 2006 à l'intégration et au développement des marchés de capitaux en Europe.

En 2007, la BCE a 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. Sa neuvième conférence, organisée par la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland les 8 et 9 octobre à Dublin, s'intitulait *Asset management, private equity firms and international capital flows: their role for financial integration and efficiency* (Gestion d'actifs, sociétés de capital-investissement et flux internationaux de capitaux : leur rôle en matière d'intégration financière et d'efficacité). Dans le cadre de ce réseau, la BCE fait bénéficier, chaque année, cinq jeunes chercheurs du programme de parrainage Lamfalussy (*Lamfalussy Fellowships*). 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 la question sont étroitement liés

à son analyse plus large des facteurs propices au bon fonctionnement des systèmes financiers. Ces travaux se sont poursuivis en 2007, leur objectif étant de définir un cadre conceptuel destiné à mesurer le développement du système financier.

### LE RÔLE DE CATALYSEUR POUR LES 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 2007, l'Eurosystème a continué d'apporter son soutien au projet d'Espace unique de paiements en euros (*Single Euro Payments Area* - SEPA). La mise en œuvre du projet est entrée dans sa phase la plus importante en 2007, avec les préparatifs en vue du démarrage de SEPA en janvier 2008. L'Eurosystème a renforcé son rôle de catalyseur en entretenant un dialogue constant avec les banques et les autres acteurs et en intensifiant les efforts de coordination avec la Commission européenne. En juillet 2007, l'Eurosystème a exposé sa position sur l'ensemble des sujets pertinents dans son cinquième rapport d'étape sur SEPA, qui traite de l'état d'avancement des travaux et contient des recommandations en ce qui concerne les instruments et infrastructures SEPA, présente le point de vue de l'Eurosystème sur les mesures de mise en œuvre et la migration à SEPA et examine le cadre juridique de SEPA et la gouvernance des dispositifs qui s'y rapportent. L'Eurosystème a travaillé en étroite collaboration avec la Commission européenne, notamment en soutenant l'adoption de la directive sur les systèmes de paiement<sup>5</sup>, qui a été approuvée par le Parlement européen le 24 avril 2007 et par le Conseil de l'UE le 15 octobre 2007. La BCE et la Commission ont publié une déclaration conjointe dans laquelle elles saluent l'adoption de la directive comme une avancée décisive dans la création de SEPA. S'agissant du processus de mise en œuvre de SEPA, les BCN sont directement impliquées dans les travaux des organes nationaux responsables de la migration vers le dispositif. Au niveau européen, la BCE a fourni un cadre d'analyse permettant

d'effectuer des comparaisons entre les plans nationaux de mise en œuvre. L'Eurosystème a organisé plusieurs forums afin de faciliter un dialogue ouvert avec les banques, les utilisateurs et les fournisseurs d'infrastructures et a apporté son soutien à des initiatives similaires prises par les banques et la Commission européenne. L'Eurosystème a informé l'ensemble des acteurs au moyen de brochures, ainsi que sur les sites internet de la BCE et des BCN, et propose un lien permettant d'accéder à l'ensemble des informations relatives à SEPA.

Les systèmes de cartes opérant en Europe doivent respecter, depuis début 2008, le cadre SEPA relatif aux paiements par carte, et le virement SEPA a été lancé le 28 janvier 2008. Afin de marquer cette étape importante, la BCE, la Commission européenne et le Conseil européen des paiements ont organisé le 28 janvier une manifestation marquant le démarrage de SEPA, qui réunissait l'ensemble des acteurs concernés et les médias.

La BCE soutient l'initiative STEP (*Short-Term European Paper*) depuis son lancement en 2001. Après le démarrage réussi du marché STEP en juillet 2006, l'Eurosystème a continué de contribuer à cette initiative dans deux domaines principaux. En premier lieu, la BCE et neuf BCN de la zone euro apporteront encore, jusqu'en juin 2008, un soutien technique au secrétariat STEP dans le cadre du processus d'attribution du label. Toutefois, la responsabilité finale de l'attribution ou du retrait du label STEP demeure du ressort de ce secrétariat. En second lieu, la BCE publie régulièrement sur son site internet des statistiques concernant les rendements et les volumes d'activité observés sur le marché STEP. Les statistiques du marché STEP devraient contribuer de façon importante à l'intégration de ce marché, en favorisant une plus grande transparence. Depuis septembre 2006, la BCE publie les statistiques du marché STEP sur la base des encours mensuels et, depuis avril 2007, des statistiques relatives aux

5 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 (JO L 319 du 05.12.2007).



rendements quotidiens du marché STEP à partir d'une sélection de fournisseurs de données. Il est prévu de publier des statistiques quotidiennes pour l'ensemble des fournisseurs de données à partir de 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 évolutions et initiatives en cours en matière de politique monétaire.

En 2007, l'activité concernant le dispositif de l'UE pour la surveillance financière a été largement consacrée au réexamen général 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 au sujet des propositions de législation de niveau 2 émanant de la Commission (cf. également section 2).

La BCE a poursuivi ses travaux concernant l'intégration des marchés européens du crédit hypothécaire, à la suite de la contribution de l'Eurosystème, fin 2005, au Livre vert de la Commission européenne consacré à cette question. La BCE est très attentive à la poursuite de l'intégration et du développement des marchés du crédit hypothécaire et ce, pour plusieurs raisons. Ces marchés sont à prendre en considération pour

la transmission de la politique monétaire dans la zone euro et peuvent avoir des implications importantes pour la stabilité financière. De plus, les titres hypothécaires jouent un rôle dans la mise en œuvre de la politique monétaire par le biais du dispositif de garanties éligibles de l'Eurosystème. À la suite de sa consultation sur le Livre vert, la Commission européenne a publié un Livre blanc le 18 décembre 2007. La BCE contribue aux travaux dans ce domaine dans le cadre de sa participation à différents groupes d'experts de la Commission et au Groupe des juristes des marchés financiers européens (*European Financial Markets Lawyers Group – EFMLG*). Le 7 mai 2007, l'EFMLG a publié un rapport sur les obstacles juridiques à la titrisation transfrontière dans l'UE<sup>6</sup>.

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 a essentiellement pour objectif de permettre aux utilisateurs de choisir librement leur prestataire de services à chaque étape de la chaîne des transactions. À cet effet, il comporte des engagements dans trois domaines : la transparence des prix, l'accès et l'interopérabilité, ainsi que 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

6 Cf. le site internet [www.efmlg.org](http://www.efmlg.org)

afin de garantir une mise en œuvre adéquate et en temps voulu de toutes les mesures. Le mécanisme s'appuie, en principe, 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 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) à l'efficacité de la compensation et du règlement-livraison, qui résultent des différences entre les normes techniques et les pratiques commerciales, de l'incertitude juridique et des divergences au niveau des procédures fiscales. La suppression du premier ensemble d'obstacles est examinée dans le cadre du Groupe consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison (*Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group* – CESAME). Les obstacles d'ordre fiscal sont traités par le groupe d'experts sur les questions de conformité fiscale (*Fiscal Compliance Expert Group*), tandis que le Groupe sécurité juridique (*Legal Certainty Group*) se consacre aux obstacles juridiques. La BCE a continué de participer au groupe CESAME et au Groupe sécurité juridique. Enfin, la BCE a continué de contribuer à différents travaux poursuivis dans ce domaine au niveau mondial (par Unidroit, notamment), afin de s'assurer que les initiatives de l'UE dans le domaine de la compensation et du règlement-livraison sont à la fois complémentaires et cohérentes avec les approches développées par les instances internationales.

L'article 65 (1) de la directive concernant les marchés d'instruments financiers prévoit que la Commission européenne fasse rapport au Parlement européen et au Conseil de l'UE sur l'extension éventuelle aux catégories d'instruments financiers autres que les actions, en particulier aux obligations, des dispositions en matière de transparence définies dans la directive. Les intervenants de marché et les régulateurs ont largement débattu des implications d'un renforcement de la transparence des transactions portant sur les instruments financiers autres que les actions, notamment les obligations émises par

des sociétés non financières. La BCE estime qu'il n'existe pas d'éléments tangibles permettant d'avancer que la transparence limitée constatée sur le marché obligataire une fois les transactions exécutées entraîne actuellement des défaillances du marché. Néanmoins, rien n'indique non plus que cette transparence limitée permette un fonctionnement efficient du marché. La BCE a proposé, lors de l'audition publique tenue par la Commission le 11 septembre 2007 et au cours des réunions du Groupe d'experts des marchés européens des valeurs mobilières en 2007, de pallier ce manque d'expérience en Europe par le biais d'une expérimentation contrôlée réalisée à la fois sur les marchés de détail et de professionnels, pour évaluer l'incidence de l'introduction progressive d'une transparence post-marché pour certaines obligations.

#### **LA FOURNITURE DE SERVICES DE BANQUE CENTRALE FAVORISANT L'INTÉGRATION FINANCIÈRE**

Le lancement réussi de TARGET2 le 19 novembre 2007 a donné un nouvel élan au processus d'intégration financière en Europe. TARGET2 introduit une plate-forme technique unique permettant de fournir un niveau de service harmonisé et de garantir une égalité de traitement entre les banques en Europe. Une structure tarifaire unique s'applique aux transactions domestiques et transfrontières. TARGET2 fournit également un ensemble harmonisé de services de règlement en espèces en monnaie de banque centrale pour tous les systèmes exogènes. Les nouvelles fonctionnalités de TARGET2 permettent aux banques effectuant des opérations multinationales de regrouper leurs procédures internes, telles que les fonctions de trésorerie et de post-marché, et de mieux intégrer leur gestion de la liquidité en euros. De plus, les utilisateurs de TARGET2 disposent d'un accès identique à des informations en ligne complètes et aux mesures de contrôle des risques (cf. la section 2.2 du chapitre 2).

En outre, afin de profiter pleinement des avantages du système TARGET2, l'Eurosystème continue d'étudier, en étroite collaboration avec les intervenants de marché, la possibilité d'offrir un nouveau service, dénommé

TARGET2-Titres (T2S), afin de fournir une infrastructure technique commune pour le règlement en euros des opérations sur titres en monnaie de banque centrale des dépositaires centraux de titres, et de traiter aussi bien les règlements de titres que les règlements en espèces sur une seule et même plate-forme technique (cf. la section 2.3 du chapitre 2).

Enfin, dans le domaine de la gestion des garanties, une plate-forme unique partagée (CCBM2) doit être développée en parallèle et en étroite coopération avec les intervenants de marché (cf. la section 2.4 du chapitre 2).

## 4 LA SURVEILLANCE DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

La surveillance des systèmes de paiement est une des missions principales de l'Eurosystème. En surveillant les systèmes de paiement, en particulier ceux qui revêtent une importance systémique<sup>7</sup>, l'Eurosystème contribue à la sécurité et à l'efficacité des infrastructures financières et, par conséquent, à l'efficacité des flux de paiement des biens, des services et des actifs financiers dans l'économie. La relation étroite entre les systèmes de paiement et les systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres suppose que les banques centrales en général et l'Eurosystème en particulier attachent également un grand intérêt à la compensation et au règlement-livraison de titres. L'objectif général poursuivi par l'Eurosystème est de réduire au minimum le risque systémique.

Il est essentiel que dans le cadre des efforts qu'elles déploient pour promouvoir la solidité et l'efficacité des systèmes de paiement et des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres, les banques centrales disposent d'informations complètes sur ces systèmes. Pour cette raison, la BCE publie régulièrement une description détaillée des principaux systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres en fonctionnement dans les États membres de l'UE. La quatrième édition de ce rapport, également appelé « Livre Bleu » (*Blue Book*) a été publiée le 14 août 2007.

La BCE publie également tous les ans des données statistiques relatives aux paiements et à la négociation, à la compensation et au règlement-livraison de titres. Dans le passé, ces statistiques ont été publiées dans un additif au Livre Bleu. À compter de la publication des données pour 2006 le 16 novembre 2007, l'additif au Livre Bleu n'est plus publié sur support papier, les séries chronologiques complètes pouvant désormais être téléchargées à partir du *Statistical Data Warehouse* (SDW) (Entrepôt de données statistiques) de la BCE à l'adresse suivante : <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

### 4.1 LA SURVEILLANCE DES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANT ÉLEVÉ EN EUROS ET DE LEURS INFRASTRUCTURES

Le rôle de surveillance de l'Eurosystème s'étend à tous les systèmes de paiement et à toutes les infrastructures traitant ou 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 des Préconisations en matière de continuité opérationnelle des systèmes de paiement d'importance systémique (*systemically important payment systems* – SIPS) adoptées par le Conseil des gouverneurs en 2006.

Sur la base des principes fondamentaux et des préconisations en matière de continuité opérationnelle, l'Eurosystème a élaboré une méthodologie commune pour l'évaluation, à des fins de surveillance, des systèmes de paiement d'importance systémique en euros et de ceux présentant une grande importance. La méthodologie commune vise à fournir aux responsables de la surveillance des systèmes de paiement de l'Eurosystème des orientations claires et exhaustives pour l'évaluation des systèmes concernés et l'élaboration des rapports de surveillance correspondants. En outre, elle permet aux concepteurs et opérateurs des systèmes de paiement de mieux cerner les préoccupations des surveillants des systèmes en matière de sécurité et d'efficacité, incite davantage les opérateurs à poursuivre leurs efforts pour atténuer ou limiter les divers risques auxquels leurs systèmes peuvent faire face et, enfin, contribue à assurer le bon fonctionnement de leur système. Après une consultation publique sur la méthodologie commune d'évaluation, les

<sup>7</sup> On considère qu'un système de paiement revêt une importance systémique si une perturbation de son fonctionnement peut déclencher ou transmettre des dysfonctionnements affectant les participants et, finalement, le système financier au sens large.

versions finales des *Termes de référence pour l'évaluation des systèmes de paiement en euros présentant une importance systémique et ayant une grande importance au regard des Principes fondamentaux*<sup>8</sup> et du *Guide pour l'évaluation au regard des préconisations en matière de continuité opérationnelle des systèmes de paiement d'importance systémique (SIPS)* ont été publiées le 12 novembre 2007.

L'Eurosystème doit conserver le contrôle final sur l'euro. Par conséquent, sous l'angle de la stratégie générale et du risque systémique, l'Eurosystème ne peut, en principe, laisser les infrastructures de paiement établies hors zone euro et traitant des transactions en euros devenir des infrastructures essentielles de paiement en euros, en particulier si cela compromet le contrôle de l'Eurosystème sur l'euro. Le 19 juillet 2007, la BCE a publié les *Principes de l'Eurosystème concernant la localisation et la mise en œuvre des infrastructures de règlement pour les instructions de paiement libellées en euros*. Ces principes ne constituent pas une nouvelle orientation stratégique mais précisent plus en détail la position de l'Eurosystème qui a été exposée en 1998 dans la déclaration sur les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres effectuant des opérations en euros et établis hors de la zone euro et en 2001 dans la position de l'Eurosystème s'agissant de la consolidation en matière de compensation avec contrepartie centrale. Les principes s'appliquent à toutes les infrastructures de paiement existantes ou potentielles établies hors de la zone euro qui règlent des transactions en euros.

### LE SYSTÈME TARGET

Conformément au cadre et aux objectifs communs de surveillance de TARGET, la BCE et les BCN assurent des activités de surveillance, sur une base régulière ou en réponse à des changements, relatives aux systèmes nationaux à règlement brut en temps réel qui participent ou sont connectés à TARGET, ainsi qu'au mécanisme de paiement de la BCE (*ECB Payment Mechanism – EPM*). À la suite de la mise en œuvre de TARGET2 en novembre 2007, les changements apportés à TARGET ont été très limités et la surveillance de TARGET a donc été principalement axée sur les

activités régulières telles que la déclaration et le suivi d'incidents.

Avant son démarrage le 19 novembre 2007, TARGET2 a été soumis à une évaluation exhaustive sous l'angle de la surveillance qui s'est achevée au troisième trimestre 2007 et a fait apparaître un certain nombre de points relatifs à différents Principes fondamentaux. Ces conclusions seront traitées sur la base d'un plan d'action établi par les opérateurs de TARGET2 en accord avec les superviseurs. Toutefois, il ne sera possible d'examiner plus en détail certains aspects de cette évaluation qu'à l'issue d'un premier bilan du fonctionnement de TARGET2. Conformément à la politique de l'Eurosystème en vigueur, il est prévu que l'évaluation de TARGET2 sous l'angle de la surveillance sera publiée courant 2008.

### EURO 1

EURO 1 est le plus important des systèmes de paiement opérant dans la zone euro pour les virements en euros et géré par le secteur privé. 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 TARGET. Aucun changement majeur n'étant intervenu dans le système EURO 1 en 2007, les activités de surveillance de la BCE se sont concentrées sur le suivi du fonctionnement régulier du système. La BCE a conclu que l'évaluation menée en 2007 n'avait pas révélé de conséquence défavorable pour le respect des Principes fondamentaux par le système EURO 1.

### LE SYSTÈME CLS (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM)

Le système CLS a été instauré en 2002 afin d'offrir des services de règlement pour les opérations de change dans de nombreuses devises. Il couvre

<sup>8</sup> On considère qu'un système de paiement présente une grande importance s'il joue un rôle de premier plan dans le traitement et le règlement des paiements de détail et si sa défaillance éventuelle risque d'entraîner des conséquences majeures pour l'économie et de compromettre la confiance du public dans les systèmes de paiement et la monnaie en général.

actuellement les règlements effectués dans quinze des principales devises. Géré par CLS Bank, le système élimine pratiquement tout risque de règlement dans les opérations de change en effectuant simultanément le règlement des deux volets en devises de ces opérations, c'est-à-dire sur la base d'un mécanisme de paiement contre paiement, et uniquement lorsque des fonds suffisants sont disponibles.

CLS Bank étant située aux États-Unis, CLS dépend de la réglementation du Système fédéral de réserve, lequel assure également, en tant que *lead overseer*, la coordination de la surveillance. Le Système fédéral de réserve coopère avec les banques centrales d'émission de toutes les devises éligibles aux règlements CLS, y compris la BCE. Dans le cadre du dispositif de surveillance de CLS, la BCE (en étroite coopération avec les BCN de la zone euro) est chargée au premier chef de la surveillance du règlement des opérations en euros. En 2007, CLS a préparé une autoévaluation reposant sur les Principes fondamentaux.

En 2007, CLS Bank a reçu l'agrément réglementaire du Système fédéral de réserve pour élargir ses services au règlement des instructions de paiement à devise unique (sans mécanisme de paiement contre paiement) liées aux contrats à terme non livrables (*non-deliverable forwards* – NDF) et pour fournir un service de règlement central des opérations de change portant sur les dérivés de crédit hors cote (OTC), assuré par l'intermédiaire de l'entrepôt de données *Trade Information Warehouse* de DTCC Deriv/SERV. L'Eurosystème a accepté que CLS Bank puisse inclure le règlement des NDF et des dérivés de crédit hors cote en euros dans cette offre de services compte tenu de la conformité du système CLS avec les Principes fondamentaux et les principes de l'Eurosystème concernant la localisation et la mise en œuvre des infrastructures de règlement pour les instructions de paiement libellées en euros.

La permanence de la sécurité et de l'efficacité du système CLS et sa conformité aux principes de l'Eurosystème sont d'une importance

primordiale pour celui-ci, CLS étant, en valeur, le plus important système de paiement pour le règlement des transactions en euros hors de la zone euro. En décembre 2007, le système CLS a traité, en moyenne, 381 436 opérations de change par jour pour un montant moyen de 2 900 milliards d'euros<sup>9</sup>. Avec une part de 20 % 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 (45 %). Le montant quotidien moyen des opérations CLS réglées en euros est ressorti à 564 milliards d'euros.

En 2007, la BRI a publié un rapport consultatif intitulé *Progress in reducing foreign exchange settlement risk* (Progrès accomplis dans la réduction du risque de règlement relatif aux opérations de change) auquel l'Eurosystème a apporté sa contribution. Le rapport présente les résultats d'une enquête réalisée en 2006 par les banques centrales dont les devises sont traitées par CLS auprès des principaux intervenants sur les marchés de change et relative à la taille, à la durée, à la concentration et au contrôle des expositions au risque de règlement dans les opérations de change. Ce rapport souligne la nécessité, pour les institutions individuelles, les groupes du secteur et les banques centrales, de prendre de nouvelles mesures afin de faire face aux risques systémiques que les expositions au risque de règlement dans les opérations de change font courir à la stabilité financière. La version définitive du rapport sera publiée en 2008.

#### LA CONTINUITÉ OPÉRATIONNELLE

Lors de la conférence de la BCE sur la continuité opérationnelle des infrastructures de marché qui s'est tenue en septembre 2006, les intervenants de marché ont demandé que l'Eurosystème/le SEBC organise des exercices de continuité opérationnelle faisant intervenir les différents pays et les différents systèmes. À la suite de cette réunion, l'Eurosystème/le SEBC a développé

<sup>9</sup> Le règlement de chaque opération de change comporte deux opérations de paiement distinctes, une dans chaque monnaie concernée. Ainsi, en décembre 2007, le système CLS a traité 190 718 opérations par jour pour un montant moyen d'environ 1 500 milliards d'euros.

un cadre et une méthodologie pour l'organisation de tels exercices et a effectué les premiers tests de communication de crise interne en 2007. Des exercices de continuité opérationnelle plus complexes sont prévus en 2008. En outre, le SEBC a travaillé à l'élaboration d'une proposition sur la manière dont les banques centrales de l'UE pourraient partager les informations publiques relatives à la continuité opérationnelle avec les intervenants de marché, et échanger entre elles des informations confidentielles. Dans ce contexte, le SEBC a réalisé un certain nombre d'enquêtes pour collecter des informations relatives à divers sujets, comme les normes et initiatives nationales et internationales, et les exercices de continuité opérationnelle nationaux. Les informations non confidentielles seront mises à disposition du public à un emplacement dédié à la continuité opérationnelle sur le site internet de chaque banque centrale. La BCE devrait rendre accessible cette adresse dédiée sur son site en 2008.

### SWIFT

La surveillance de SWIFT est axée sur les objectifs de sécurité, de fiabilité opérationnelle, de continuité de fonctionnement et de résistance de l'infrastructure. Pour vérifier le respect de ces objectifs, les autorités de surveillance évaluent régulièrement si SWIFT a mis en place les dispositifs de gouvernance appropriés, les structures, les processus, les procédures de gestion du risque et les contrôles lui permettant de gérer efficacement les risques potentiels qu'il pourrait faire peser sur la stabilité financière et la solidité des infrastructures financières. Dans le contexte de sa participation à la surveillance concertée de SWIFT, la BCE a commencé à œuvrer de concert avec les banques centrales du G10 en 2006 pour instaurer un niveau élevé de préconisations en matière de surveillance convenant à l'évaluation de SWIFT, prenant en compte la structure, les processus, les contrôles et les procédures existants de ce système. Les cinq préconisations en matière de surveillance ont été finalisées en juin 2007 et intégrées à la méthodologie fondée sur les risques utilisée par le groupe de surveillance. Elles portent sur les points suivants :

- 1 Identification et gestion des risques : SWIFT est censé identifier et gérer les risques opérationnels et financiers pesant sur ses services critiques et veiller à l'efficacité de ses procédures de gestion des risques.
- 2 Sécurité de l'information : SWIFT est censé appliquer des politiques et des procédures appropriées, et consacrer des ressources suffisantes pour garantir la confidentialité et l'intégrité de l'information et la disponibilité de ses services critiques.
- 3 Fiabilité et résistance : Conformément à son rôle dans le système financier mondial, SWIFT est censé appliquer des politiques et des procédures appropriées, et consacrer des ressources suffisantes pour assurer la disponibilité, la fiabilité et la robustesse de ses services critiques, et garantir que sa gestion de la continuité opérationnelle et ses plans de secours permettent le redémarrage rapide de ses services critiques en cas de panne.
- 4 Planification technologique : SWIFT est censé avoir mis en place des méthodes robustes de planification du cycle de vie complet de l'utilisation des technologies et de choix des normes technologiques.
- 5 Communication destinée aux utilisateurs : SWIFT est censé être transparent pour ses utilisateurs et doit leur fournir une information suffisante pour qu'ils puissent bien comprendre leur rôle et leurs responsabilités dans la gestion des risques liés à leur utilisation de SWIFT.

SWIFT finalise actuellement une autoévaluation reposant sur ces exigences de haut niveau et va rendre compte aux banques centrales de sa capacité à respecter les préconisations des superviseurs. Les cinq préconisations forment un cadre de travail au sein duquel les superviseurs organisent leurs activités et sur la base duquel est élaboré le programme de surveillance fondé sur les risques. Les exigences de haut niveau et la justification de ce dispositif ont été présentées en détail dans la

*Financial Stability Review* (FSR) publiée par la Banque nationale de Belgique en juin 2007.

## 4.2 LES SERVICES DE PAIEMENT DE DÉTAIL

La surveillance exercée par l'Eurosystème couvre également les systèmes et les instruments de paiement de détail. En 2007, la BCE a continué de suivre le bon fonctionnement de la première chambre de compensation automatisée paneuropéenne pour les paiements de masse en euros, STEP 2, qui est dirigée et exploitée par ABE Clearing.

Dans le cadre du suivi de l'évolution du secteur des paiements de détail, la BCE a réalisé une étude comparative avec la Banque fédérale de réserve de Kansas City sur le rôle des institutions non bancaires dans les paiements de détail aux États-Unis et dans certains pays européens.

## 4.3 LES DISPOSITIFS DE PAIEMENT PAR CARTE

Conformément à sa responsabilité statutaire consistant à promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement dans la zone euro, l'Eurosystème a développé un cadre de surveillance pour les dispositifs de paiement par carte qui traitent les paiements en euros. Son objectif est de contribuer au maintien de la confiance du public dans les paiements par carte et de favoriser une égalité de concurrence pour tous les dispositifs de paiement par carte qui fonctionnent au sein de la zone euro.

Une consultation publique a été effectuée sur la base du rapport intitulé *Draft oversight framework for card payment schemes – requirements* (Projet de cadre de surveillance pour les dispositifs de paiement par carte – étude des besoins). Une version révisée du rapport, tenant compte des commentaires reçus lors de la consultation publique, a été rédigée par la suite. Le rapport définit la portée des activités de surveillance devant être réalisées par l'Eurosystème en ce qui concerne les dispositifs

de paiement par carte et propose des normes qui, si elles sont observées, contribueront à la solidité de ces dispositifs. Ces normes reposent sur une analyse des risques effectuée par l'Eurosystème. Le cadre s'appliquera à tous les dispositifs de paiement par carte fournissant des services faisant intervenir des cartes de débit ou de crédit.

La version définitive des normes de surveillance de l'Eurosystème pour les dispositifs de paiement par carte a été approuvée par le Conseil des gouverneurs en janvier 2008 et sera mise en œuvre courant 2008.

## 4.4 LA COMPENSATION ET LE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES

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 pour l'utilisation des systèmes de règlement-livraison de titres de l'Union européenne dans le cadre des opérations de crédit du SEBC »<sup>10</sup>, connues sous l'appellation de « normes d'utilisation de l'Eurosystème ».

Les liens deviennent éligibles aux concours de l'Eurosystème s'ils satisfont aux neuf normes d'utilisation de l'Eurosystème. L'Eurosystème évalue tous les nouveaux liens ou mises à jour des liens éligibles par rapport à ces normes. En 2007, trois liens éligibles existants ont été mis à jour et jugés conformes. En outre, l'utilisation

<sup>10</sup> *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, janvier 1998.

de cinq liens relayés, c'est-à-dire de liens faisant intervenir plus de deux systèmes de règlement-livraison de titres, a fait l'objet d'un examen. Aucun risque particulier n'a été identifié au cours de cette évaluation. Par conséquent, les cinq systèmes ont été reconnus éligibles par le Conseil des gouverneurs pour participer à la remise de garanties dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème.

En prévision de l'entrée de Chypre et de Malte dans la zone euro le 1<sup>er</sup> janvier 2008, le Conseil des gouverneurs a évalué les systèmes de règlement-livraison de titres de ces deux pays. L'analyse détaillée a montré que les deux systèmes étaient globalement conformes aux normes d'utilisation et donc éligibles pour la participation aux opérations de politique monétaire et aux opérations de crédit intrajournalier de l'Eurosystème.

En mars 2007, le CSPR a publié un rapport 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) auquel la BCE a contribué. Le rapport, qui a donné lieu à un certain nombre d'entretiens avec les banques, analyse les six questions suivantes : les risques créés par l'accumulation de retards dans la documentation et la confirmation des transactions, les conséquences de l'utilisation de garanties pour limiter le risque de crédit, le recours à des contreparties centrales pour réduire le risque de contrepartie, les risques induits par le *prime brokerage*, les risques découlant de novations de contrats non valables et le potentiel de perturbation du marché résultant d'une liquidation consécutive à la défaillance d'une ou plusieurs contreparties importantes.

### **L'ÉVOLUTION DES NORMES RELATIVES À LA COMPENSATION ET AU RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES DANS L'UNION EUROPÉENNE**

Le Conseil des gouverneurs a approuvé un cadre de coopération relatif aux systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres entre le SEBC et le CERVM en 2001. Un groupe

de travail SEBC-CERVM a établi un projet de rapport sur les « Normes pour les systèmes de compensation et de règlement de titres dans l'Union européenne » en 2004 en vue d'adapter les recommandations CSPR-OICV en matière de systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres à l'environnement de l'UE. Au cours de l'année suivante, le groupe de travail SEBC-CERVM a poursuivi ses travaux en ce domaine afin d'élaborer une « méthodologie d'évaluation » qui donnerait des orientations pour la mise en œuvre effective de ces normes. Pendant cette période, le groupe a travaillé en parallèle à l'adaptation des recommandations CSPR-OICV relatives aux contreparties centrales. Un certain nombre de questions en suspens ont bloqué tout nouveau progrès depuis fin 2005. Toutefois, la Commission européenne a impulsé un nouvel élan en 2007 dans les discussions menées lors des réunions du Conseil Ecofin, du CEF et du CSF. À la suite de ces discussions, le Conseil Ecofin a reconnu que « la protection de l'investisseur et la sécurité prudentielle du secteur post-marché, y compris ses aspects liés à la gestion des risques, sont des points importants qui doivent être examinés et qu'il convient d'envisager des actions concrètes, comprenant par exemple un accord sur des normes ou mesures de réglementation, en complément du Code de conduite concernant les risques et la stabilité financière ». De plus, le Conseil Ecofin a demandé que le Comité des services financiers « approfondisse ses travaux sur le champ d'application, la base juridique et le contenu des normes en accordant toute l'attention voulue à la nécessité de garantir des conditions de concurrence équitables et propose, avec la Commission, des orientations visant à faire avancer la question qui seront présentées au Conseil au début du printemps 2008<sup>11</sup> ». La BCE a apporté sa contribution à ces travaux.

<sup>11</sup> Conclusions du Conseil Ecofin sur la compensation et le règlement-livraison des transactions sur titres, 2822<sup>ème</sup> session du Conseil des affaires économiques et financières, Luxembourg, 9 octobre 2007.



## CHAPITRE 5

# LES RELATIONS EUROPÉENNES ET INTERNATIONALES

## I LES QUESTIONS EUROPÉENNES

En 2007, la BCE a continué à entretenir des contacts réguliers avec les institutions et instances européennes, en particulier le Parlement européen, le Conseil Ecofin, l'Eurogroupe et la Commission européenne (cf. chapitre 6). 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 2007, l'environnement macroéconomique 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 quelques cas. Le nombre d'États membres en situation de déficit excessif est revenu de onze à la fin de 2006 à six à la fin de 2007. En janvier 2007, le Conseil Ecofin a mis un terme à la procédure de déficit excessif lancée à l'encontre de la France. Il a fait de même en juin 2007 pour celles qui avaient été lancées à l'encontre de l'Allemagne, de la Grèce et de Malte. S'agissant de ce dernier pays, la levée de la procédure a effacé un important obstacle à l'adoption de l'euro en 2008. Enfin, en octobre 2007, le Conseil Ecofin a mis un terme à la procédure de déficit excessif lancée à l'encontre du Royaume-Uni. Les déficits excessifs ayant été corrigés, il est à présent essentiel que les États membres poursuivent l'assainissement structurel de leurs budgets conformément aux dispositions du pacte de stabilité et de croissance afin d'atteindre leur objectif à moyen terme. Cela contribuera également à prévenir un nouveau dépassement de la valeur de référence de 3 % fixée comme limite au déficit, compte tenu des variations conjoncturelles normales de l'activité économique. Deux États membres de la zone euro (l'Italie et le Portugal) et quatre pays non

membres de la zone euro (la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et la Slovaquie) faisaient toujours l'objet de procédures de déficit excessif à la fin de 2007.

En République tchèque, les évolutions budgétaires ont constitué une source de préoccupation. En juillet 2007, le Conseil Ecofin a décidé, sur recommandation de la Commission européenne, que les mesures prises par la République tchèque s'avéraient inadéquates pour ramener son déficit sous le seuil de 3 % en 2008. Plus particulièrement, le programme de convergence actualisé en mars de la République tchèque mentionnait que le seuil de 3 % du PIB de déficit serait dépassé non seulement en 2008, mais également en 2009. En octobre 2007, le Conseil, en application de l'article 104 (7) du Traité, a une nouvelle fois recommandé à la République tchèque de ramener son déficit sous le seuil de 3 % du PIB au plus tard en 2008, moyennant une amélioration structurelle du solde budgétaire de 0,75 % entre 2007 et 2008. Selon les prévisions d'automne 2007 de la Commission européenne, le déficit sera effectivement inférieur à 3 % du PIB en 2008.

Aucune nouvelle mesure n'a été prise en ce qui concerne les procédures de déficit excessif lancées à l'encontre de l'Italie (qui, sur recommandation du Conseil Ecofin, aurait dû avoir corrigé son déficit excessif en 2007), de la Hongrie (2009), de la Pologne (2007), du Portugal (2008) et de la Slovaquie (2007), dans la mesure où les nouvelles données et projections faisaient en règle générale état de progrès dans la correction des déficits excessifs, conformément aux dernières recommandations du Conseil.

En octobre 2007, le Conseil Ecofin a discuté de l'efficacité du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance, qui repose sur des propositions de la Commission européenne incluses dans sa communication qui accompagnait le rapport intitulé « Les Finances publiques dans l'UEM-2007 ». Les ministres ont conclu que tous les pays qui n'ont pas encore atteint leur objectif à moyen terme

devraient accélérer leur rythme de réduction du déficit et de la dette et allouer des recettes plus importantes que prévu à la réalisation de celui-ci. Ils ont également répété l'importance de cadres budgétaires pluriannuels réglementaires et d'une implication appropriée des Parlements nationaux. En outre, il a été demandé aux États membres de préciser dans leur programme de stabilité et de convergence la manière dont ils atteindraient leur objectif à moyen terme et de fournir des informations quant à la mesure dans laquelle de nouvelles actions sont nécessaires pour l'atteindre. Il a été demandé à la Commission de poursuivre ses travaux sur la mesure des situations budgétaires sous-jacentes. En ce qui concerne la soutenabilité à long terme des finances publiques, le Conseil Ecofin a invité la Commission à lui soumettre des propositions quant à la manière d'inclure la charge budgétaire liée au vieillissement dans la définition des objectifs à moyen terme, dont il sera discuté en 2008.

### LA STRATÉGIE DE LISBONNE

La stratégie de Lisbonne, vaste programme de réformes économiques, sociales et environnementales de l'UE, a continué d'être au cœur du débat sur la politique économique de l'UE. Le Conseil de l'UE a laissé les Lignes directrices intégrées qui avaient été adoptées en 2005 inchangées pour une période de trois ans, tout en appelant à porter une plus grande attention à la mise en œuvre de la stratégie qui permettra de réaliser l'objectif général d'une hausse de la croissance et d'une progression de l'emploi<sup>1</sup>. Dans le même temps, au printemps 2007, le Conseil de l'UE 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. À l'automne 2007, les États membres ont présenté leur deuxième rapport d'avancement sur les programmes nationaux de réformes 2005-2008. Ces rapports expliquent les progrès réalisés jusqu'à présent par les États membres dans la mise en œuvre de leurs stratégies de réforme structurelle. Ces stratégies comprennent les aspects suivants : assurer la soutenabilité et la qualité des finances publiques,

améliorer l'environnement réglementaire des entreprises, investir dans la recherche et le développement ainsi que dans l'innovation et prendre des mesures visant à accroître la participation au marché du travail et à renforcer la flexibilité de ce dernier (cf. également chapitre 1). Les rapports d'avancement sur les programmes nationaux de réformes ont été évalués par le Conseil Ecofin, ainsi que par la Commission européenne, qui a publié un « Rapport stratégique » en décembre 2007. Ces évaluations ont préparé le terrain pour l'adoption en 2008 d'une nouvelle série de lignes directrices intégrées pour le nouveau cycle politique de trois ans qui courra de 2008 à 2010. Dans le même temps, le programme communautaire de Lisbonne, qui a été mis à jour à la fin de 2007, a défini un certain nombre de priorités essentielles au niveau de l'action communautaire entre 2008 et 2010, conformément aux quatre domaines de réforme prioritaires identifiés par le Conseil européen du printemps 2006 (connaissance et innovation, potentiel des entreprises, marchés du travail et énergie).

La BCE a à de nombreuses reprises souligné l'importance de mettre en œuvre des réformes structurelles et se félicite de la détermination de la Commission et des États membres à mettre en œuvre la stratégie de Lisbonne renouvelée aux niveaux tant de l'UE que national. Il est particulièrement important que les pays de la zone euro mettent en œuvre des réformes de grande ampleur, puisqu'ils partagent la responsabilité d'assurer le fonctionnement harmonieux de l'UEM.

## I.2 LES QUESTIONS INSTITUTIONNELLES

### LE TRAITÉ DE LISBONNE

Le 13 décembre 2007, les chefs d'État ou de gouvernement des États membres de l'UE ont signé le traité de Lisbonne, qui amende le traité

1 Conformément à l'évaluation à mi-parcours de la stratégie de Lisbonne en 2005, les Lignes directrices intégrées sont définies pour une période de trois ans ; elles sont ensuite mises à jour chaque année au cours de cette période (cf. Rapport annuel 2005 de la BCE, p. 153).



sur l'Union européenne et le traité instituant la Communauté européenne. Le nouveau Traité est actuellement en cours de ratification par les vingt-sept États membres. L'objectif est qu'il entre en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2009, pour autant que le processus de ratification soit achevé à cette date. Si tel n'est pas le cas, le traité de Lisbonne entrera en vigueur le premier jour du mois qui suivra sa ratification par le dernier État membre.

Le nouveau Traité amende le traité instituant la Communauté européenne et le traité sur l'Union européenne. Ces deux Traités continueront d'être la base du fonctionnement de l'UE. En vertu du nouveau Traité, l'Union, qui sera dotée de la personnalité juridique, succède à la Communauté et la remplace. La BCE approuve cette simplification du cadre juridique et institutionnel de l'UE.

La BCE a considéré comme essentiel le fait que la stabilité des prix reste non seulement l'objectif principal de la BCE et du SEBC, mais également un objectif déclaré de l'UE. C'est le cas du nouveau Traité, qui fait également de l'Union économique et monétaire, dont l'euro est la monnaie, un objectif de l'UE.

La BCE, actuellement un organe communautaire, devient une institution de l'Union. La BCE a jugé indispensable à la réussite de ses missions le fait que les spécificités institutionnelles de la BCE et du SEBC soient préservées. Le nouveau Traité confirme ainsi les missions et la composition du SEBC et l'indépendance de la BCE et des BCN, de même que la personnalité juridique, les pouvoirs réglementaires et l'indépendance financière de la BCE. En vertu du nouveau Traité, la nomination des membres du Directoire de la BCE se fait à la majorité qualifiée du Conseil européen et donc plus de commun accord entre les gouvernements des

États membres réunis au niveau des chefs d'État ou de gouvernement. À la suite de la demande formulée par la BCE, le terme « Eurosystem » est introduit dans les Traités.

Le nouveau Traité introduit également plusieurs innovations dans le domaine de la gouvernance économique, parmi lesquelles la reconnaissance de l'Eurogroupe, qui conserve son statut informel actuel. Son président accomplira un mandat de deux ans et demi. En outre, le rôle des pays de la zone euro est renforcé. Même si la décision de savoir si un État membre peut adopter l'euro appartiendra toujours au Conseil de l'UE, sur la base d'une proposition de la Commission, les pays de la zone euro formuleront une recommandation préalablement à une telle décision. De même, les décisions relatives au non-respect par les pays de la zone euro de la procédure de déficit excessif et des Grandes orientations de politique économique seront prises par les seuls pays de la zone euro, à l'exclusion de l'État membre concerné. Enfin, une nouvelle disposition permet aux pays de la zone euro d'adopter, à la majorité qualifiée, de nouvelles mesures visant à renforcer la coordination et la surveillance de leur discipline budgétaire et à fixer des orientations de politique économique spécifiques pour les pays de la zone euro.

La BCE considère que le nouveau Traité confirme largement le cadre actuel de l'UEM. Elle saluerait dès lors le succès du processus de ratification.

### **LES RAPPORTS DE CONVERGENCE**

À la suite des demandes de Chypre et de Malte, la BCE et la Commission européenne, en application de l'article 122 du Traité, ont préparé chacune un rapport de convergence sur les progrès réalisés par ces deux pays en termes de respect des critères permettant d'intégrer la zone euro. Sur la base de ces rapports de convergence, qui ont été publiés le 16 mai 2007, et d'une proposition de la Commission, le Conseil Ecofin a adopté, le 10 juillet 2007, une décision autorisant Chypre et Malte à faire de l'euro leur monnaie à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2008 (cf. chapitre 3).

### **I.3 LES ÉVOLUTIONS DANS LES PAYS CANDIDATS ET LES RELATIONS AVEC CEUX-CI**

La BCE a poursuivi sa coopération avec les banques centrales des pays candidats à l'adhésion, en vue de créer les conditions d'une intégration monétaire harmonieuse dans l'UE, une fois que les conditions institutionnelles et économiques auront été remplies. Cette coopération s'est développée en parallèle avec le dialogue institutionnel global entre l'UE et ces pays.

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 s'est poursuivie sans heurt en 2007 ; la négociation de la plupart des 35 chapitres était terminée à la fin de l'année. La BCE a continué à renforcer ses relations bilatérales avec la Banque nationale de Croatie : des membres de la BCE se sont rendus à Zagreb en avril 2007 et le gouverneur de la Banque nationale de Croatie a été accueilli à Francfort en octobre 2007 pour le dialogue annuel de pré-adhésion 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 huit des trente-cinq 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. Cinq chapitres (politique industrielle et des entreprises, statistiques, contrôle financier, réseaux transeuropéens et protection de la santé et des consommateurs) ont été entamés en 2007. Les institutions de l'UE continuent à analyser la compatibilité de la législation turque avec l'« acquis communautaire » et des travaux préparatoires en vue de l'ouverture éventuelle des autres chapitres sont en cours. La BCE a poursuivi son dialogue de haut niveau, entamé de longue date, avec la Banque centrale de la République

de Turquie, incluant une visite, le 1<sup>er</sup> juin 2007, du président de la BCE à Ankara, à l'occasion du 75<sup>e</sup> anniversaire de la banque centrale turque.

Les discussions se sont concentrées sur les évolutions macroéconomiques et financières récentes en Turquie, sur la politique monétaire de la banque centrale de la République de Turquie, ainsi que sur la situation économique et monétaire dans la zone euro. En 2007, une assistance technique a également été apportée à la banque centrale turque lorsque celle-ci la demandait, par exemple dans les domaines des finances intérieures et des systèmes de paiement.

En décembre 2005, l'ancienne république yougoslave de Macédoine a reçu le statut de pays candidat. Le Conseil européen a toutefois décidé que des négociations ne seraient pas ouvertes tant qu'un certain nombre de conditions ne seraient pas remplies, y compris la mise en œuvre effective de l'Accord de stabilisation et d'association signé avec l'UE, et aucune date précise n'a encore été fixée. La Commission suit attentivement la réalisation des progrès et, tout en reconnaissant que des pas avaient été franchis dans la bonne direction, elle a dressé une liste des domaines où les efforts de réforme doivent être accrus. Les contacts entre les personnels de la BCE et de la Banque nationale de la République de Macédoine se sont intensifiés.

## 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 rythme rapide de l'intégration économique et financière, l'environnement économique mondial affecte de plus en plus 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. Il 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. Dans les institutions et instances internationales concernées, la BCE a reçu soit le statut de membre (par exemple au G20), soit celui d'observateur (par exemple au FMI). La BCE analyse les évolutions internationales, en vue de contribuer à un environnement macroéconomique stable et à des politiques macroéconomiques et financières saines.

L'environnement économique international en 2007 a continué à être dominé par d'importants déséquilibres des balances courantes, certains ajustements étant intervenus aux États-Unis et dans les pays exportateurs de pétrole<sup>2</sup>. Aux États-Unis, le déficit de la balance courante a légèrement reculé pour s'élever à 5,7 % du PIB, contre 6,2 % en 2006, traduisant principalement une évolution plus équilibrée de la croissance de la demande mondiale ainsi qu'une évolution favorable du taux de change. Parallèlement, les ajustements survenus aux États-Unis ne se sont pas directement reflétés dans le solde du compte des transactions courantes des économies asiatiques dont les excédents sont restés substantiels, atteignant quelque 6,1 % du PIB en moyenne, contre 5,3 % en 2006. Le surplus de la balance courante s'est, en particulier, accru

pour atteindre 11,7 % en Chine et 4,5 % au Japon. En revanche, les pays exportateurs de pétrole – qui constituent également une contrepartie importante du déficit courant américain – ont ramené leur excédent de la balance courante à 11,9 % du PIB, contre 16,1 % en 2006. Certaines économies asiatiques et certains pays exportateurs de pétrole ont continué à accumuler des réserves de change substantielles. L'accumulation des réserves a continué à être particulièrement importante dans le cas de la Chine, où le niveau des réserves de change a atteint plus de 1 000 milliards de dollars. La hausse des réserves de change dans les économies excédentaires a contribué à accroître l'importance des fonds publics d'investissement sur les marchés financiers mondiaux.

À plusieurs reprises, l'Eurosystème a continué à insister sur les risques et les distorsions liés à la persistance de tels déséquilibres. Il a aussi confirmé son plein soutien à une approche concertée sur cette question, par laquelle toutes les économies touchées mettent en œuvre les politiques nécessaires en vue de participer à un ajustement ordonné des déséquilibres mondiaux. Un ajustement progressif et ordonné des déséquilibres existants soutiendrait et renforcerait les perspectives de croissance et de stabilité mondiales. Ces objectifs de politique internationale comprennent des politiques visant à accroître l'épargne publique et privée dans les pays dont les transactions courantes sont en déficit, incitent vivement à poursuivre la mise en œuvre de réformes structurelles dans les économies avancées ayant un potentiel de croissance relativement faible, et soulignent la nécessité d'accroître la demande intérieure et d'améliorer l'allocation du capital dans les économies émergentes. Étant donné que les taux de change doivent refléter les fondamentaux de l'économie, la flexibilité du taux de change dans les grands pays et régions où cette flexibilité fait défaut reste une priorité. Une évolution vers davantage de flexibilité est souhaitable en

<sup>2</sup> Les estimations pour 2007 mentionnées dans cette section se basent sur les projections reprises dans les *Perspectives de l'économie mondiale*, FMI, septembre 2007.

Chine. Compte tenu de la hausse des excédents de sa balance des transactions courantes et de son inflation interne, une appréciation accélérée de son taux de change effectif s'avère toujours nécessaire. Bien que plusieurs évolutions et mesures de politique économique soient allées dans la bonne direction en 2007, de nouveaux ajustements sont requis si l'on veut réduire de façon significative les déséquilibres mondiaux.

La situation générale du marché du crédit s'est détériorée au second semestre 2007, une réévaluation du risque de crédit liée à des tensions sur le marché des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis ayant conduit à un pic des rendements et à une détérioration des conditions de liquidité sur certains segments du marché interbancaire. Si ces évolutions ont aussi affecté les économies émergentes, leur incidence y a toutefois été nettement moindre que durant les épisodes précédents de turbulences financières mondiales. Cette résistance reflète en partie l'amélioration des cadres opérationnels dans ces pays, même s'il convient d'ajouter que les turbulences financières étaient ancrées sur des marchés d'instruments de crédit innovants, lesquels sont moins répandus dans les économies émergentes que dans les économies avancées dont les systèmes financiers sont développés.

Enfin, la zone euro elle-même a fait l'objet d'exercices de surveillance internationale. En 2007, tant le FMI que le Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement de l'OCDE ont procédé à leurs examens réguliers des politiques monétaire, financière et économique de la zone euro, en plus de leur analyse des pays de la zone euro pris individuellement. 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 euro<sup>3</sup>. La zone euro a également participé

au premier exercice de consultation multilatérale du FMI, qui fut axé sur les déséquilibres mondiaux (cf. la prochaine section pour plus de détails).

### L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Les efforts entrepris pour réformer le FMI conformément à sa stratégie à moyen terme se sont poursuivis au cours de l'année. Les différentes initiatives progressent à des rythmes différents, la réalisation la plus notable étant l'adoption d'une nouvelle décision sur la surveillance bilatérale<sup>4</sup>. D'autres domaines de réforme clés sont la gouvernance du FMI (quotes-parts et voix), le cadre des revenus et des dépenses du Fonds, ainsi que le rôle joué par ce dernier dans les économies de marché émergentes. Un accord sur ces questions est recherché dans le cadre de discussions qui ont lieu non seulement au sein du FMI mais également dans différentes instances internationales, telles que le G7 et le G20. Le SEBC joue son rôle en suivant et en contribuant, le cas échéant, aux discussions sur ces questions.

L'amélioration de la surveillance fut l'une des principales réalisations récentes du FMI. Une nouvelle décision portant sur la surveillance bilatérale des politiques des États membres a été adoptée à la mi-2007 pour remplacer la décision de surveillance introduite il y a trente ans, et ainsi améliorer la clarté, la franchise, l'équité et la responsabilité. La nouvelle décision entend accorder une plus grande attention aux effets de contagion entre pays en recourant à 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 raison de la monnaie unique, la stabilité externe de la zone euro doit être évaluée au niveau de la

3 FMI: Euro area policies: staff report for the 2007 Article IV consultation (Rapport des services du FMI sur les politiques de la zone euro), juillet 2007 ; OCDE : Étude économique de la zone euro, janvier 2007

4 La décision adoptée le 15 juin 2007 par le Conseil d'administration sur la « Surveillance bilatérale des politiques des États membres » remplace la décision de 1977 sur la « Surveillance des politiques de change ».

zone euro dans son ensemble, tandis que la surveillance bilatérale de pays, qui se concentre sur les politiques nationales des États membres individuels, demeure importante dans ce contexte. Des efforts sont actuellement déployés pour assurer une mise en œuvre effective de la nouvelle décision, en prenant en compte les défis techniques et conceptuels.

En outre, le premier processus de consultation multilatérale est passé à la phase de suivi. Les consultations multilatérales constituent une nouvelle approche en matière de surveillance, visant à rassembler les principales parties dans un environnement confidentiel en vue d'établir un dialogue franc et ainsi faciliter l'adoption de mesures appropriées pour résoudre des problèmes d'importance systémique ou régionale. La première consultation multilatérale visait à résorber les déséquilibres mondiaux et a impliqué l'Arabie Saoudite, la Chine, les États-Unis, le Japon et la zone euro. Ce forum s'est révélé être une plate-forme utile pour échanger des idées et des opinions sur les causes de ces déséquilibres et les solutions pouvant être envisagées pour les résorber. Le dialogue fait maintenant place à la mise en œuvre de politiques et les membres du personnel du FMI suivent les progrès et communiquent leurs conclusions dans des rapports bilatéraux et multilatéraux.

Des progrès ont également été réalisés sur d'autres éléments de la stratégie à moyen terme. S'agissant de la réforme des quotes-parts et des voix, les discussions se sont concentrées sur une nouvelle formule pour le calcul des quotes-parts, une deuxième série d'augmentations *ad hoc* des quotes-parts pour un plus grand nombre de pays et une majoration des voix de référence. Les deux principaux objectifs des réformes sont de réaliser des progrès substantiels en réalignant 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. Un accord sur les principaux éléments de cet ensemble de réformes devrait être trouvé pour les réunions de printemps 2008. Des efforts sont également consentis pour permettre à

l'institution de reposer sur des bases financières saines. En ce qui concerne les revenus, les recommandations formulées dans le rapport du Comité des personnes éminentes (un organe institué pour étudier la soutenabilité à long terme du financement du FMI) sous-tendent les propositions spécifiques. S'agissant des dépenses, la prise en compte du mandat essentiel du Fonds et une définition minutieuse des priorités constituent des propositions directrices en vue d'établir un nouveau cadre des dépenses, lequel envisage des réductions budgétaires substantielles. Enfin, les travaux relatifs à l'engagement du Fonds vis-à-vis des économies de marché émergentes se sont poursuivis. Le Fonds a amélioré son assistance dans les domaines de l'identification des vulnérabilités et de la gestion de la dette. Il a continué d'étudier l'option d'un nouvel instrument de liquidité en tant que mesure de prévention des crises.

Outre les réformes du FMI, la promotion de la prévention des crises et d'une résolution ordonnée de celles-ci figure en bonne place parmi les objectifs de la communauté financière internationale. Ainsi, des 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 le G20. L'objectif de ces principes volontaires 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 à l'avancement de leur mise en œuvre. Un groupe d'administrateurs comprenant de hauts responsables de la finance mondiale, a été constitué en 2006 afin de piloter la mise en œuvre et l'évolution des principes. Lors de sa dernière réunion à Washington, D.C. en octobre 2007, le groupe d'administrateurs a passé en revue les progrès réalisés sur le plan de la mise en œuvre des principes dans le cadre de l'architecture financière internationale.

Un certain nombre d'autres initiatives liées aux marchés financiers ont été prises dans le courant 2007. S'inspirant de l'exemple fourni par le secteur privé avec les principes précités, un code de conduite pour les fonds spéculatifs a été présenté par un groupe de fonds spéculatifs de premier plan établi à Londres. Ce code, qui est volontaire, vise à améliorer la transparence et la gestion du risque. En outre, le G8 a approuvé un plan d'action dont l'objectif est de développer les marchés obligataires locaux dans les économies de marché émergentes et les pays en développement. Ce plan d'action a défini une série de questions clés destinées à être examinées plus en détail, dont le renforcement des infrastructures de marché et des politiques de gestion de la dette publique, l'extension et la diversification de la clientèle d'investisseurs, le développement des marchés des dérivés et des *swaps*, l'amélioration des bases de données et la promotion des initiatives régionales. L'objectif de ce plan d'action est d'accroître la profondeur et l'efficacité des marchés obligataires locaux de sorte qu'ils puissent remplir pleinement leur rôle en matière d'intermédiation et de stabilité financières, ainsi que de croissance économique soutenue. Enfin, témoignant d'un intérêt croissant pour le rôle et les opérations des fonds publics d'investissement, le Comité monétaire et financier international a demandé au FMI d'amorcer un dialogue avec les gestionnaires d'actifs et de réserves souverains. La première table ronde s'est tenue en novembre 2007.

## 2.2 LA COOPÉRATION AVEC DES PAYS HORS UE

Dans le cadre de ses activités internationales, l'Eurosystème a continué à développer ses contacts au sein de la communauté des banques centrales hors UE, principalement par l'organisation de séminaires et d'ateliers. De plus, l'assistance technique est devenue un outil important de soutien au développement institutionnel, favorisant le respect effectif des normes européennes et internationales par les institutions hors UE.

L'Eurosystème a tenu, en octobre 2007 à Moscou, son quatrième séminaire bilatéral



de haut niveau avec la banque centrale de la fédération de Russie (Banque de Russie). Les participants au séminaire ont échangé leurs points de vue sur les défis actuels de la politique monétaire et de change en Russie ainsi que sur le processus d'approfondissement financier et ses implications pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire en Russie et dans d'autres économies de marché avancées et émergentes. Par ailleurs, après avoir passé en revue les perspectives d'élargissement de l'UE et de la zone euro ainsi que les défis y afférents, les participants se sont intéressés à leurs implications pour la Russie. De tels événements continueront à être organisés régulièrement, le prochain séminaire devant se tenir à Vienne au printemps 2009.

À la suite des discussions qui se sont tenues lors du séminaire de haut niveau Eurosysteme/Banque de Russie organisé en octobre 2006 à Dresde, la Banque de Russie a accueilli, le 14 juin 2007 à Toulou, un atelier d'experts consacré aux perspectives de croissance à long terme de l'économie russe. Des membres du personnel de la Banque de Russie, ainsi que d'autres experts du gouvernement et de la communauté financière russes, ont échangé leurs points de vue avec les économistes de l'Eurosystème sur les déterminants de la croissance dans l'économie russe et ses perspectives. Lors de cet atelier, les présentations ont notamment porté sur « Les défis à long terme de l'économie russe : dépendance aux prix pétroliers et syndrome hollandais » et sur « La prévision de la croissance du PIB en Russie et le rôle des politiques ».

L'assistance technique avec la Banque de Russie se poursuit. Ainsi, en octobre 2007, la BCE a

accueilli deux visites d'étude de haut niveau dans les domaines des opérations de marché et de l'autofinancement. La Banque de Russie, la BCE et les BCN de la zone euro ont également entamé une étroite coopération en guise de suivi du programme de formation à grande échelle sur le contrôle bancaire, qui fut mis en œuvre entre 2003 et 2005. Un nouveau programme de coopération entre banques centrales, financé par la Commission européenne, devrait voir le jour le 1<sup>er</sup> avril 2008 pour se terminer en décembre 2010. Un objectif de ce programme est d'accroître la capacité d'audit interne de la Banque de Russie par le transfert de connaissances et d'expériences européennes dans le domaine des audits internes fondés sur les risques. Un autre objectif est la mise en œuvre progressive des principes de Bâle II pour le contrôle bancaire en Russie par le biais de consultations et du partage de l'expérience européenne acquise lors de la mise en œuvre de la directive relative aux exigences de fonds propres. L'assistance dans le domaine des systèmes de paiement a été étendue à la Communauté des États indépendants par l'organisation d'un séminaire à la Banque nationale du Kazakhstan en septembre 2007.

Le quatrième séminaire de haut niveau de l'Eurosystème, avec des gouverneurs de banque centrale des pays partenaires de l'UE dans le bassin méditerranéen, a été organisé à Valence le 28 mars 2007, tandis que le cinquième se tiendra au Caire le 26 novembre 2008. Les discussions à Valence ont notamment porté sur la politique fiscale dans les pays méditerranéens et sur le commerce dans le bassin méditerranéen. Des représentants de la BCE ont visité plusieurs banques centrales dans les pays du Maghreb, dont la Banque d'Algérie (février 2007), la Banque Al-Maghrib (novembre 2007) et la Banque centrale de Tunisie (novembre 2007).

La BCE a continué d'approfondir ses relations avec les banques centrales et les agences monétaires des États membres du Conseil de coopération des États arabes du Golfe (CCG)<sup>5</sup>. Elle a également prodigué des conseils au CCG dans les domaines des systèmes de paiement et des billets. La BCE organisera, conjointement

avec la Deutsche Bundesbank, un séminaire de haut niveau de l'Eurosystème, avec les banques centrales et les agences monétaires du CCG les 11 et 12 mars 2008 à Mayence.

Le 25 novembre 2007, la BCE et quatre BCN de la zone euro (la Deutsche Bundesbank, la Bank of Greece, la Banque de France et la Banca d'Italia), ont achevé un programme d'assistance d'une durée de deux ans avec la banque centrale d'Égypte. Financé par la Commission européenne, ce programme visait à assister la banque centrale d'Égypte dans son vaste programme de réformes, se concentrant sur l'introduction d'une approche fondée sur les risques du contrôle bancaire et améliorant ses moyens de contrôle prudentiel. À cette fin, six projets ont été établis dans les domaines de la surveillance, des inspections et des contrôles continus, du contrôle macroprudentiel, des questions juridiques et des normes, de la formation et des technologies de l'information, pour lesquels chacune des quatre BCN a joué le rôle de mentor et a coopéré étroitement avec un chef d'équipe de la banque centrale d'Égypte.

La BCE et plusieurs BCN ont poursuivi le renforcement de leurs relations avec les pays des Balkans occidentaux. La BCE a organisé, les 1<sup>er</sup> et 2 octobre 2007 à Francfort, la deuxième conférence économique sur la région, son attention se portant désormais sur tous les pays d'Europe centrale, orientale et du Sud-Est. Des experts de haut niveau des banques centrales des États membres de l'UE et des pays de l'Europe du Sud-Est, ainsi que des représentants de la Commission européenne, d'organisations internationales et des milieux universitaires, ont examiné des aspects particuliers de la convergence réelle dans la région et les principaux défis y afférents.

La BCE et huit BCN (la Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, la Bank of Greece, la Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, la Oesterreichische Nationalbank et

5 Bahreïn, Koweït, Oman, Qatar, Arabie Saoudite et Émirats arabes unis

la Banka Slovenije) ont transmis à la banque centrale de Bosnie-Herzégovine 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. Le rapport, qui couronne une mission lancée le 1<sup>er</sup> mars 2007, fut officiellement remis par l'Eurosystème le 12 septembre 2007. Il contient des recommandations portant sur des domaines dans lesquels la banque centrale de Bosnie-Herzégovine devra réaliser des progrès au cours des prochaines années pour mettre en œuvre des normes conformes à celles adoptées par le SEBC. Ce programme était financé par la Commission européenne par le biais du « programme d'assistance communautaire à la reconstruction, au développement et à la stabilisation » (programme CARDS) et était coordonné par la BCE.



## CHAPITRE 6

# LE PRINCIPE DE RESPONSABILITÉ

## I LA RESPONSABILITÉ VIS-À-VIS DU GRAND PUBLIC ET DU PARLEMENT EUROPÉEN

Au cours des dernières décennies, le principe d'indépendance de la banque centrale s'est imposé comme une composante fondamentale du cadre de la politique monétaire des pays industrialisés et émergents. La décision de doter les banques centrales de l'indépendance est étayée par la théorie économique et par des données empiriques, qui montrent que cette caractéristique favorise le maintien de la stabilité des prix. Parallèlement, il est un principe fondateur des sociétés démocratiques qui veut que les pouvoirs publics soient comptables de leurs actes devant les citoyens, dont ils tiennent, en fin de compte, leur mandat. S'agissant d'une banque centrale indépendante, le principe de responsabilité peut être interprété comme l'obligation d'expliquer la manière dont elle a exercé ses pouvoirs et de justifier ses décisions auprès des citoyens et de leurs représentants élus.

La BCE a toujours pleinement reconnu l'importance fondamentale de ses obligations de responsabilité s'agissant des décisions de politique monétaire et a entretenu à cet effet un dialogue régulier avec les citoyens de l'UE et le Parlement européen. La BCE va au-delà des obligations d'information répondant aux exigences définies par le Traité, par exemple en publiant un *Bulletin mensuel* et non uniquement un trimestriel, comme cela lui est imposé. Elle organise également une conférence de presse à l'issue de la première des deux réunions mensuelles du Conseil des gouverneurs. L'engagement de la BCE à respecter le principe de responsabilité est encore illustré par les nombreuses publications parues et le grand nombre de discours prononcés par les membres du Conseil des gouverneurs en 2007 pour expliquer ses décisions.

Au niveau institutionnel, le Parlement européen, en tant qu'organisme tirant sa légitimité directement des citoyens de l'UE, joue un rôle primordial en imposant à la BCE de rendre compte. Conformément aux dispositions du Traité, le président a présenté en 2007 le *Rapport annuel 2006* 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. Il a été convié à une audition supplémentaire devant cette commission pour expliquer les opérations réalisées par la BCE sur le marché monétaire en réponse aux turbulences survenues sur les marchés de capitaux au second semestre 2007, et discuter des enseignements pouvant être tirés de ces événements pour le cadre de la réglementation, de la surveillance et de la stabilité financières. Le président a également été entendu lors d'une réunion commune du Parlement européen et des parlements nationaux pour un échange de vues sur des questions relatives à la convergence économique dans la zone euro.

D'autres membres du Directoire ont aussi été invités à plusieurs reprises à des auditions devant le Parlement européen. Le vice-président a présenté à la Commission économique et monétaire le *Rapport annuel 2006* de la BCE. Gertrude Tumpel-Gugerell a été entendue deux fois par la Commission pour apporter des informations sur les évolutions récentes dans le domaine de la compensation et du règlement-livraison de titres et sur le projet TARGET2-Titres de l'Eurosysteme.

Comme au cours des années précédentes, une délégation de membres de la Commission économique et monétaire s'est rendue à la BCE pour procéder à des échanges de vues avec les membres du Directoire. La BCE a également continué de répondre de son plein gré 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 par le Parlement européen au cours de ces échanges sont présentées ci-après.

### LE CADRE DE L'UE POUR LA RÉGLEMENTATION, LA SURVEILLANCE ET LA STABILITÉ FINANCIÈRES

Le Parlement européen et la BCE ont poursuivi un dialogue étroit sur les questions relatives à l'intégration et à la stabilité financières. Dans sa résolution sur la politique des services financiers (2005–2010), le Parlement, tout en reconnaissant que les *hedge funds* procurent au marché liquidité et diversification et donnent la possibilité d'améliorer l'efficacité de la gestion d'entreprise, a partagé les inquiétudes de certains organes de surveillance et banques centrales quant à l'éventualité que ces fonds puissent constituer une source de risque systémique. Par conséquent, il a appelé à une coopération renforcée entre les autorités de surveillance afin de donner suite aux recommandations du Forum de stabilité financière et a invité les investisseurs, les principaux intermédiaires et les autorités à évaluer les risques potentiels de contrepartie que comportent les *hedge funds*. Le Parlement européen a également constaté le degré élevé de concentration des agences de notation et recommandé une plus grande transparence concernant leurs méthodes de travail. En ce qui concerne la surveillance financière, le Parlement a exprimé la crainte que le cadre actuel n'échoue à suivre le rythme de l'évolution des marchés de capitaux et souligné qu'il devait être suffisamment doté, coordonné et habilité juridiquement pour apporter des réponses appropriées et rapides en cas de crise systémique majeure qui pourrait toucher plus d'un État membre. C'est pourquoi il a jugé nécessaire de laisser aux dispositions relativement nouvelles en matière de comités de niveaux 2 et 3 du dispositif Lamfalussy<sup>1</sup> suffisamment de temps pour s'implanter et, parallèlement, d'examiner le caractère souhaitable et faisable de la réalisation, au niveau de l'UE, d'une surveillance prudentielle en fonction des besoins futurs.

Le président de la BCE a souligné que la réappréciation des risques qui a eu lieu au second semestre 2007 reflétait la concrétisation de certaines des vulnérabilités précédemment identifiées par la BCE et les autres banques centrales. Il a perçu la nécessité de renforcer la transparence et d'améliorer la gestion du risque attaché aux produits financiers sophistiqués. Le président a reconnu que le nombre très réduit d'agences de notation intervenant au niveau mondial représentait une préoccupation réelle pour le fonctionnement de la finance mondiale. Dans le même temps, il a souligné que les investisseurs ne devaient pas substituer l'avis d'une agence de notation à une analyse financière en bonne et due forme. S'agissant des *hedge funds*, il a mis l'accent sur le rôle positif de ces fonds dans l'amélioration de l'efficacité et de la liquidité des marchés de capitaux, tout en admettant qu'ils peuvent également constituer une source de risques pour la stabilité du système financier. Il a par conséquent préconisé une mise en œuvre rapide des recommandations du Forum de stabilité financière et soutenu la proposition selon laquelle le secteur des *hedge funds* devrait s'efforcer d'adopter de bonnes pratiques et que des références développées par la profession constitueraient un outil adapté à la poursuite de cet objectif. Il a également noté un besoin d'amélioration significative de la connaissance des entités non réglementées, comme les conduits d'émission et les véhicules *ad hoc*, et demandé que l'examen approfondi de toutes les entités non réglementées soit poursuivi. Enfin, il a mis l'accent sur la nécessité d'exploiter le

<sup>1</sup> L'approche Lamfalussy est composée de quatre niveaux. Au Niveau 1, les principes de base de la législation sont définis dans le cadre du processus législatif normal : procédure de codécision impliquant le Parlement européen et le Conseil de l'UE, agissant sur proposition de la Commission européenne. Au Niveau 2, des mesures d'exécution pour l'application de la législation de Niveau 1 sont adoptées et amendées par le biais de procédures *fast-track*. Le Niveau 3 a trait aux travaux des comités de Niveau 3 visant à renforcer la convergence et la coopération en matière de surveillance. Le Niveau 4 se rapporte aux mesures de la Commission pour faire appliquer de façon plus rigoureuse la législation de l'UE. Pour plus de détails, cf. le *Rapport final du comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières* du 15 février 2001, publié sur le site de la Commission européenne. Cf. également le *Rapport annuel 2003* de la BCE



plus largement possible les possibilités du cadre Lamfalussy avant d'envisager de profondes modifications institutionnelles (cf. chapitre 4).

#### LES FINANCES PUBLIQUES

La conduite des politiques budgétaires a figuré au premier rang des échanges entre le Parlement européen et la BCE. Dans sa résolution relative au rapport de la Commission européenne intitulé *Finances publiques dans l'UEM en 2006*, le Parlement européen a soutenu une application rigoureuse du Pacte de stabilité et de croissance et invité les États membres à poursuivre leurs efforts afin de saisir l'occasion offerte par la reprise économique pour préparer leurs finances publiques aux défis à venir, en particulier le vieillissement de la population. Dans sa résolution relative au rapport annuel de la Commission sur la zone euro, le Parlement européen s'est par conséquent félicité des orientations de politique budgétaire adoptées par l'Eurogroupe en avril 2007, qui a rappelé ses engagements en faveur d'un assainissement actif des finances publiques en période de conjoncture favorable et de l'affectation des recettes exceptionnelles à la réduction du déficit et de la dette.

Le président de la BCE a souligné que les périodes de haute conjoncture doivent être mises à profit pour traiter rapidement les déséquilibres budgétaires qui persistent dans les pays de la zone euro ainsi que pour accélérer l'ajustement en vue d'atteindre les objectifs de moyen terme. Dans ce contexte, il a exhorté tous les pays de

la zone euro à respecter l'engagement pris au sein de l'Eurogroupe d'atteindre leurs objectifs budgétaires à moyen terme dès que possible et au plus tard en 2010 (cf. la section 1.1 du chapitre 5).

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

La BCE a continué d'informer le Parlement européen de ses activités en cours relatives aux systèmes de paiement et aux systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres. Gertrude Tumpel-Gugerell a été entendue à deux reprises par la Commission économique et monétaire pour rendre compte des progrès réalisés dans la mise en place d'une infrastructure de l'Eurosystème pour la fourniture de services de règlement-livraison de titres en monnaie de banque centrale, dénommée TARGET2-Titres. La BCE s'est également félicitée de l'adoption en 2007 par le Parlement européen et le Conseil de l'UE de la directive sur les systèmes de paiement, qui fournit les bases juridiques nécessaires à la création d'un espace unique de paiements en euros (*Single Euro Payments Area – SEPA*) (cf. la section 3 du chapitre 4).

Dans une résolution prise de sa propre initiative relative au *Rapport annuel 2006* de la BCE, le Parlement européen a apporté son soutien total aux efforts de la BCE pour favoriser l'intégration financière en agissant en tant que catalyseur des initiatives du secteur privé, comme le SEPA. Le Parlement a également considéré que le projet TARGET2-Titres pouvait favoriser l'intégration,

l'efficacité et la sécurité de l'infrastructure de règlement-livraison européenne. Dans le même temps, il a jugé essentiel qu'un cadre de gouvernance approprié soit mis en place. Dans sa résolution sur la politique des services financiers 2005–2010, le Parlement européen a demandé que de nouveaux progrès soient accomplis dans la levée des obstacles identifiés par le rapport du groupe Giovannini relatif aux dispositifs de compensation et de règlement-livraison transfrontières (cf. la section 2 du chapitre 2).



**CHAPITRE 7**

**LA COMMUNICATION  
EXTERNE**

## I LA POLITIQUE DE COMMUNICATION

La communication de la BCE a pour objectif d'améliorer la compréhension 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 ses efforts 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 durant laquelle ces décisions ont été prises. Le président prononce une déclaration introductive détaillée au cours 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'Eurosystème<sup>1</sup>. 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'UE<sup>2</sup>. Le *Rapport sur la convergence* est publié dans son intégralité ou sous forme de synthèse dans toutes les langues officielles de l'UE<sup>3</sup>. À des fins de responsabilité et de transparence vis-à-vis du public, la BCE publie également, 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 macroéconomiques<sup>4</sup>, 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 doit s'adresser à des publics très divers, tels que les experts financiers, les médias, les gouvernements, les parlements et le grand public, qui présentent 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.

La BCE publie un certain nombre d'études et de rapports, tels que le *Rapport annuel*, qui présente un compte rendu des activités de la BCE au cours de l'exercice précédent et lui permet ainsi de respecter son obligation de rendre compte de ses actions. Le *Bulletin mensuel* fournit une mise à jour régulière de l'évaluation par la BCE des évolutions économiques et monétaires ainsi que des informations détaillées sur les facteurs sous-tendant ses décisions, tandis que le rapport intitulé *Financial Stability Review* évalue la stabilité du système financier de la zone euro du point de vue de sa capacité à absorber les chocs défavorables.

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 2007, le président de la BCE est intervenu à sept reprises devant le Parlement européen, et ces auditions ont également commencé à être diffusées sur le site internet de la BCE.

En 2007, les membres du Directoire ont prononcé quelque 220 allocutions devant des publics très divers, donné de nombreuses interviews et publié également des articles dans des revues, magazines et journaux.

La BCE a organisé en 2007 quinze séminaires destinés aux médias internationaux et nationaux. Trois de ces séminaires ont été organisés en collaboration avec la Commission européenne et quatre en collaboration avec des BCN de l'UE.



De plus, la BCE a continué de contribuer à la diffusion des résultats de travaux de recherche en publiant des *Documents de travail* et des *Études concernant des sujets spécifiques* et en organisant des séminaires, des ateliers et des conférences destinés à un public d'experts (cf. la section 5 du chapitre 2).

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 2007, la BCE a organisé, en collaboration avec la banque centrale de Chypre et avec la banque centrale de Malte, des campagnes d'information en vue de préparer l'introduction de l'euro à Chypre et à Malte le 1<sup>er</sup> janvier 2008. Le logo « € OUR money », qui s'appuie sur le logo utilisé pour la campagne d'information en vue de l'introduction des billets et des pièces en euros en 2002, a été utilisé dans toutes les opérations de communication communes menées à l'occasion du passage à l'euro fiduciaire à Chypre et à Malte. Ces campagnes ont suivi le modèle de stratégie de communication développé pour l'entrée de la Slovénie dans la zone euro le 1<sup>er</sup> janvier 2007. Elles visaient 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. la section 4 du chapitre 3).

La BCE a accueilli quelque 13 500 visiteurs dans ses locaux de Francfort en 2007. Ces visiteurs ont reçu directement des informations sous la forme de conférences et de présentations données par des experts de la BCE. Les étudiants

et les professionnels de la finance ont constitué la majorité des visiteurs.

Tous les documents publiés par la BCE et ses diverses activités sont présentés sur le site internet de la BCE, qui a reçu 15 millions de visites en 2007 (15 millions de documents ayant été téléchargés). En particulier, le dossier d'information intitulé *La stabilité des prix : pourquoi est-elle importante pour vous ?*<sup>5</sup>, destiné aux jeunes adolescents et à leurs professeurs, élaboré par la BCE et les BCN de la zone euro dans toutes les langues officielles de l'UE, a vivement intéressé les utilisateurs. Ce dossier comprend un film d'animation de huit minutes, des brochures destinées aux élèves et un manuel à l'intention des enseignants. Le film met en scène deux lycéens, qui cherchent à s'informer sur la stabilité des prix. Les brochures fournissent une vue d'ensemble didactique, et le manuel apporte des explications plus détaillées aux enseignants.

Quelque 60 000 demandes d'information concernant différents aspects des activités de la BCE ont été traitées en 2007.

La BCE organise un programme annuel de journées culturelles dont l'objectif est de permettre au personnel de la BCE et du SEBC, à la communauté financière internationale de Francfort ainsi qu'aux habitants de Francfort et de sa région de mieux appréhender la diversité culturelle des États membres de l'UE. Chaque année, cet événement met en valeur la richesse de la culture d'un pays de l'UE en particulier, favorisant ainsi une meilleure compréhension des nations de l'UE. En 2007, le programme des journées culturelles a été consacré à la Grèce, après l'Autriche, la Hongrie, la Pologne et le Portugal les années précédentes. Ces manifestations ont été organisées en étroite collaboration avec la Bank of Greece et se sont déroulées du 24 octobre au 13 novembre 2007.

<sup>5</sup> Le dossier d'information peut être consulté sur le site internet de la BCE à l'adresse <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.fr.html>.





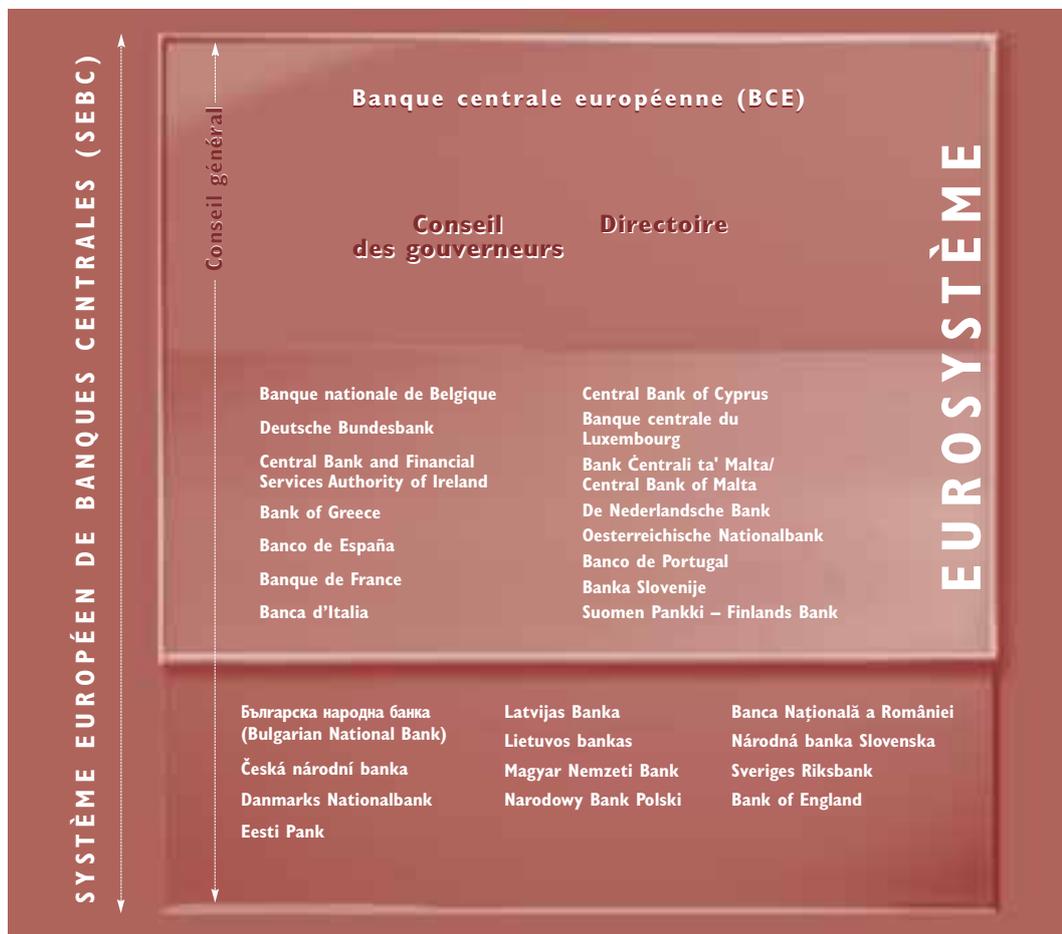
## CHAPITRE 8

# 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'EUROSYSTÈME ET LE SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES



L'Eurosystème est le système de banque centrale de la zone euro. Il regroupe la BCE et les BCN des États membres de l'UE dont la monnaie est l'euro (au nombre de quinze depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2008). 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 Lisbonne (cf. la section 1.2 du chapitre 5).

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<sup>er</sup> 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 de l'Eurosystème/du SEBC (cf. la section 1.5 de ce chapitre). Elles sont autorisées à exercer, sous leur propre responsabilité, des fonctions ne

relevant pas de l'Eurosystème, sauf si le Conseil des gouverneurs juge que celles-ci interfèrent avec les objectifs et missions de l'Eurosystème.

L'Eurosystème et le SEBC sont dirigés par les organes de décision de la BCE : le Conseil des gouverneurs et le Directoire. Le Conseil général constitue le troisième organe de décision de la BCE, tant qu'il existe des États membres de l'UE n'ayant pas encore adopté l'euro. Le fonctionnement des organes de décision est régi par le Traité, les statuts du SEBC et les règlements intérieurs respectifs<sup>1</sup>. La prise de décision au sein de l'Eurosystème et du SEBC est centralisée. Cependant, la BCE et les BCN de la zone euro contribuent ensemble, sur les plans stratégique et opérationnel, à la réalisation des objectifs communs de l'Eurosystème, dans le strict respect du principe de décentralisation conformément aux statuts du SEBC.

## 1.2 LE CONSEIL DES GOUVERNEURS

Le Conseil des gouverneurs comprend les membres du Directoire de la BCE ainsi que les gouverneurs des BCN des États membres ayant adopté l'euro. Conformément au Traité, ses principales responsabilités sont les suivantes :

- arrêter les orientations et prendre les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées à l'Eurosystème ;
- définir la politique monétaire de la zone euro, y compris, le cas échéant, les décisions relatives aux objectifs monétaires intermédiaires, aux taux d'intérêt directeurs et à la fourniture de réserves au sein de l'Eurosystème et arrêter les orientations nécessaires à leur exécution.

Le Conseil des gouverneurs se réunit en règle générale deux fois par mois dans les locaux de la BCE à Francfort-sur-le-Main, en Allemagne. La première réunion mensuelle est spécifiquement consacrée à une analyse approfondie des évolutions monétaires et économiques et aux décisions correspondantes, la seconde étant

généralement vouée aux questions relatives aux autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème. En 2007, deux réunions se sont tenues en dehors de Francfort, l'une étant organisée par la Central Bank and Financial Services Authority of Ireland à Dublin et l'autre par la Oesterreichische Nationalbank à Vienne.

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.

<sup>1</sup> 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.

## LE CONSEIL DES GOUVERNEURS



**Au troisième rang (de gauche à droite) :**  
Jürgen Stark, Erkki Liikanen,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Nout Wellink, Marko Kranjec

**Au deuxième rang (de gauche à droite) :**  
John Hurley,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Lorenzo Bini Smaghi,  
Michael C. Bonello

**Au premier rang (de gauche à droite) :**  
Yves Mersch,  
José Manuel González-Páramo,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Athanasios Orphanides

**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<sup>2</sup>**

Gouverneur, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta  
(depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2008)

**Vítor Constâncio**

Gouverneur, Banco de Portugal

**Mario Draghi**

Gouverneur, Banca d'Italia

**Miguel Fernández Ordóñez**

Gouverneur, Banco de España

**Nicholas C. Garganas**

Gouverneur, Bank of Greece

**Mitja Gaspari**

Gouverneur, Banka Slovenije  
(du 1<sup>er</sup> janvier au 31 mars 2007)

**José Manuel González-Páramo**

Membre du Directoire de la BCE

**John Hurley**

Gouverneur, Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland

**Marko Kranjec**

Gouverneur, Banka Slovenije  
(depuis le 16 juillet 2007)

**Klaus Liebscher**

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

**Erkki Liikanen**

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

**Yves Mersch**

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

**Christian Noyer**

Gouverneur, Banque de France

**Athanasios Orphanides<sup>2</sup>**

Gouverneur, Central Bank of Cyprus  
(depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2008)

**Guy Quaden**

Gouverneur, Banque nationale de Belgique

**Andrej Rant**

Gouverneur en charge, Banka Slovenije  
(du 1<sup>er</sup> avril au 15 juillet 2007)

**Jürgen Stark**

Membre du Directoire de la BCE

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Membre du Directoire de la BCE

**Axel A. Weber**

Président, Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

Président, De Nederlandsche Bank

2 En 2007, les gouverneurs des banques centrales de Malte et de Chypre ont assisté aux réunions du Conseil des gouverneurs en qualité d'« invité spécial » suite à la décision du Conseil Ecofin du 10 juillet 2007 d'abroger les dérogations respectives de ces deux pays à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2008.

### 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) :**

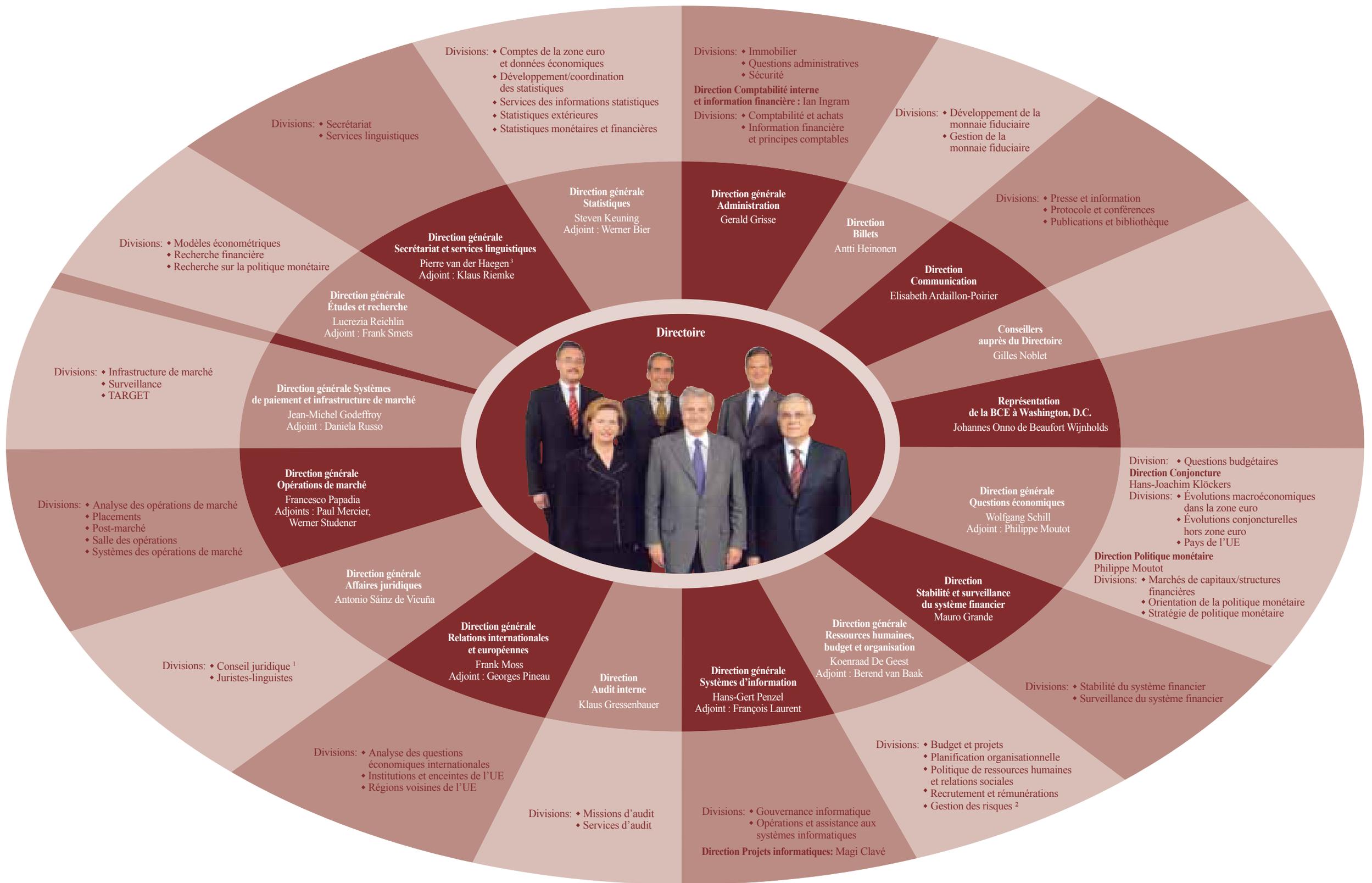
Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**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)

<sup>1</sup> Y compris les activités liées à la protection des données.

<sup>2</sup> Fait directement rapport au Directoire.

<sup>3</sup> 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 tous les États membres de l'UE. Il accomplit, pour l'essentiel, les missions reprises de l'IME. Dans la mesure où tous les États

membres n'ont pas adopté l'euro, ces missions doivent toujours être accomplies par la BCE. En 2007, le Conseil général s'est réuni à cinq reprises. Depuis janvier 2007, les gouverneurs de la Българска народна банка (Bulgarian National Bank) et de la Banca Națională a României sont membres du Conseil général.

##### Au troisième rang (de gauche à droite)

:

Erkki Liikanen,  
András Simor,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas,  
Nout Wellink, Andres Lipstok

##### Au deuxième rang (de gauche à droite) :

John Hurley,  
Nils Bernstein,  
Christian Noyer,  
Ilmārs Rimšēvičs, Zdeněk Tůma,  
Stefan Ingves, Marko Kranjec,  
Mugur Constantin Isărescu

##### Au premier rang (de gauche à droite):

Miguel Fernández Ordóñez,  
Ivan Šramko, Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello,  
Athanasios Orphanides, Yves Mersch



##### **Jean-Claude Trichet**

Président de la BCE

##### **Lucas D. Papademos**

Vice-président de la BCE

##### **Leszek Balcerowicz**

Président, Narodowy Bank Polski  
(jusqu'au 10 janvier 2007)

##### **Nils Bernstein**

Gouverneur, Danmarks Nationalbank

##### **Michael C. Bonello**

Gouverneur, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

##### **Christodoulos Christodoulou**

Gouverneur, Central Bank of Cyprus  
(jusqu'au 2 mai 2007)

##### **Vítor Constâncio**

Gouverneur, Banco de Portugal

##### **Mario Draghi**

Gouverneur, Banca d'Italia

##### **Miguel Fernández Ordóñez**

Gouverneur, Banco de España

##### **Nicholas C. Garganas**

Gouverneur, Bank of Greece

##### **Mitja Gaspari**

Gouverneur, Banka Slovenije  
(jusqu'au 31 mars 2007)

##### **John Hurley**

Gouverneur, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

##### **Stefan Ingves**

Gouverneur, Sveriges Riksbank

##### **Mugur Constantin Isărescu**

Gouverneur, Banca Națională a României

##### **Ivan Iskrov**

Gouverneur, Българска народна банка  
(Bulgarian National Bank)

##### **Zsigmond Járai**

Gouverneur, Magyar Nemzeti Bank  
(jusqu'au 2 mars 2007)

##### **Mervyn King**

Gouverneur, Bank of England

##### **Marko Kranjec**

Gouverneur, Banka Slovenije  
(depuis le 16 juillet 2007)

##### **Klaus Liebscher**

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

**Erkki Liikanen**  
Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

**Andres Lipstok**  
Gouverneur, Eesti Pank

**Yves Mersch**  
Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

**Christian Noyer**  
Gouverneur, Banque de France

**Athanasios Orphanides**  
Gouverneur, Central Bank of Cyprus  
(depuis le 3 mai 2007)

**Guy Quaden**  
Gouverneur, Banque nationale de Belgique

**Andrej Rant**  
Gouverneur en charge, Banka Slovenije  
(du 1<sup>er</sup> avril au 15 juillet 2007)

**Ilmārs Rimševičs**  
Gouverneur, Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**  
Président du Conseil d'administration, Lietuvos bankas

**Slawomir Skrzypek**  
Président, Narodowy Bank Polski  
(depuis le 11 janvier 2007)

**András Simor**  
Gouverneur, Magyar Nemzeti Bank  
(depuis le 3 mars 2007)

**Ivan Šramko**  
Gouverneur, Národná banka Slovenska

**Zdeněk Tůma**  
Gouverneur, Česká národní banka

**Axel A. Weber**  
Président, Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**  
Président, De Nederlandsche Bank

## 1.5 LES COMITÉS DE L'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. En juillet 2007, le Comité de méthodologie des coûts (*Committee on Cost Methodology*) a été créé en tant que comité de l'Eurosystème/du SEBC, en application de l'article 9.1 du règlement intérieur de la BCE, portant à treize le nombre de comités créés en application de cet article.

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.

En août 2007, le Conseil des gouverneurs a créé 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, des responsabilités liées à la gouvernance de l'Eurosystème dans le domaine informatique, notamment le développement et l'actualisation des politiques en matière d'architecture et de sécurité informatique,

l'identification de la demande informatique, la gestion et le classement par ordre de priorité du portefeuille de projets informatiques, la planification, la réalisation et le contrôle des projets informatiques et le suivi des systèmes et des opérations informatiques. L'EISC devrait permettre de renforcer l'efficacité des décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux projets et opérations informatiques de l'Eurosystème/du SEBC en examinant les propositions des comités du SEBC ou des banques centrales de l'Eurosystème avant qu'elles ne fassent l'objet de discussions au sein du Conseil des gouverneurs, et en soumettant à ce dernier des rapports sur ces propositions. L'EISC 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 appliqué<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Le cabinet KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft a été nommé 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, un nouveau commissaire aux comptes extérieur sera nommé pour les exercices 2008 à 2012.

## LES NIVEAUX DE CONTRÔLE INTERNE

La structure de contrôle interne de la BCE repose sur une approche fonctionnelle, en vertu de laquelle chaque unité organisationnelle (section, division, direction ou direction générale) est responsable de la gestion de ses propres risques, de son contrôle interne et de son efficacité. 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. La BCE a renforcé son approche de la gestion du risque opérationnel en 2007 en créant une structure parapluie qui permet de gérer ce risque de façon cohérente, structurée et intégrée, en regroupant un certain nombre de politiques, de procédures et d'instruments relatifs au contrôle et aux risques. En outre, la Direction générale des Ressources humaines, du budget et de l'organisation suit le portefeuille de risques et la structure de contrôle interne et fait des propositions pour améliorer l'efficacité de l'identification, de l'évaluation et du traitement des risques à la BCE.

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 BCE<sup>4</sup>, 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 décidé de créer à compter d'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 opérations<sup>5</sup>. Il fixe des orientations et établit des normes d'éthique professionnelle à l'intention des membres du Conseil des gouverneurs et de leurs suppléants dans l'exercice de leurs fonctions en cette qualité. Le Conseil des gouverneurs a également nommé un conseiller chargé de donner à ses membres des orientations s'agissant de certains aspects relatifs au comportement professionnel. Le deuxième code est le Code de conduite de la Banque centrale européenne, 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 missions<sup>6</sup>. Conformément aux règles relatives aux délits d'initiés, il est interdit au personnel de la BCE

4 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.

5 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

6 Cf. le Code de conduite de la Banque centrale européenne conforme 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

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<sup>7</sup>. Le troisième code est le Code complémentaire d'éthique professionnelle applicable aux membres du Directoire<sup>8</sup>. 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 règlement<sup>9</sup> visant à renforcer la lutte contre la fraude, la corruption et toute autre activité illégale préjudiciable aux intérêts financiers des Communautés. Ce règlement permet notamment à l'Office européen de lutte antifraude (OLAF), en cas de suspicion de fraude, de procéder à des enquêtes internes au sein des institutions, organes 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 décision<sup>10</sup>, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2004, concernant les conditions et modalités des enquêtes menées par l'OLAF à la BCE.

#### L'ACCÈS DU PUBLIC AUX DOCUMENTS DE LA BCE

La décision de la BCE relative à l'accès du public à ses documents<sup>11</sup> adoptée en mars 2004 est conforme aux objectifs et aux normes adoptés par les autres institutions et organes de la Communauté dans ce domaine. Elle favorise la transparence tout en veillant à préserver l'indépendance de la BCE et des BCN, ainsi que la confidentialité de certaines questions touchant à l'accomplissement des missions de la BCE<sup>12</sup>.

En 2007, les demandes d'accès formulées par le public sont restées limitées.

7 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

8 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

9 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

10 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 2003.

11 JO L 80 du 18.03.2004

12 Conformément à l'engagement de la BCE en faveur de l'ouverture et de la transparence, une nouvelle section « Archives » a été créée sur le site internet de la BCE en 2006, permettant l'accès à la documentation historique.

## 2 LES ÉVOLUTIONS RELATIVES À L'ORGANISATION

### 2.1 LES RESSOURCES HUMAINES

En 2007, la BCE a renforcé le cadre de sa politique de ressources humaines (RH) afin de souligner l'importance de ses valeurs et les principes fondamentaux dans ce domaine<sup>13</sup>. Ce cadre est également un instrument permettant d'expliquer 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 dans 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.

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

À la suite de l'introduction, en 2006, de principes généraux de mobilité qui encouragent les membres du personnel à changer de poste tous les cinq ans, la mobilité interne a reçu 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. À cet égard, la politique de recrutement en interne, qui met

l'accent sur une large palette de compétences, vise à favoriser la mobilité interne du personnel. En 2007, un « guichet de la mobilité » a été mis en place afin de favoriser les échanges au sein du personnel, ainsi que les affectations temporaires pour remplacer, par exemple, des collègues absents. Au total, en 2007, 152 personnes, dont 31 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. 23 agents ont été détachés dans le cadre de ce programme en 2007. En outre, la BCE a accordé des congés sans solde d'une durée maximale de trois ans à 36 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.

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 se concentrer sur le développement de l'expertise des cadres dirigeants de la BCE et, notamment, sur le 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 compétences en matière de direction, la gestion des performances et la conduite des changements organisationnels ainsi que sur la « dignité au travail », qui constitue un pilier fondamental de la stratégie de diversité de la BCE.

Par ailleurs, les cadres dirigeants ont participé à un exercice annuel obligatoire de rétrocession

<sup>13</sup> 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.

d'informations 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 peuvent être organisées.

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 22 agents souhaitant obtenir une qualification susceptible de renforcer leurs compétences professionnelles au-delà du niveau requis par leur poste actuel.

#### LA POLITIQUE DE RECRUTEMENT

Les recrutements externes destinés à pourvoir des emplois permanents ont été réalisés sur la base de contrats à durée déterminée de cinq ans pour les postes de direction, et de trois ans pour les autres postes. Les contrats à durée déterminée offerts pour des emplois permanents peuvent être convertis en contrats à durée indéterminée, en fonction d'une procédure d'examen qui tient compte de considérations organisationnelles

#### Évolution des effectifs

	2007	2006
Agents titulaires d'un contrat de travail avec la BCE, en équivalent temps plein <sup>1)</sup>	1375	1342
Contrats de courte durée proposés à des experts des BCN et/ou d'organisations internationales	106	93
Nouveaux participants au <i>Graduate Programme</i>	10	6
Stages	145	173

Source : BCE

1) Le nombre exact de postes budgétés au 31 décembre 2007 était de 1 348. Cette différence s'explique principalement par les contrats à durée déterminée accordés pour remplacer les agents absents pour une durée supérieure à douze mois.

et des performances individuelles. En 2007, la BCE a proposé 27 contrats à durée déterminée convertibles à des candidats extérieurs. Elle a également offert 56 contrats à durée déterminée non convertibles pour pallier les absences d'une durée supérieure à un an et 114 contrats de courte durée pour couvrir celles d'une durée inférieure à un an, telles que les congés parentaux ou sans solde. Le tableau suivant résume les évolutions des effectifs de la BCE en 2007.

Le fait de proposer des contrats de courte durée à des agents des BCN et des organisations internationales permet 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.

En septembre 2007, le deuxième 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.

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.

La BCE a également offert cinq postes de recherche au titre du programme de parrainage

Wim Duisenberg, qui est ouvert à des économistes de premier plan, et cinq postes à de jeunes chercheurs dans le cadre du programme de parrainage Lamfalussy.

### LES CONDITIONS D'EMPLOI

La BCE a lancé un projet ambitieux qui vise à mettre en place un progiciel de gestion intégré. Une fois opérationnel, le système de type SAP nommé « ISIS » (*Integrated data, Streamlined processes, Information Sharing* – données intégrées, rationalisation des processus, partage de l'information) aura une incidence significative sur plusieurs tâches liées à la gestion des ressources humaines. Tout en simplifiant différents processus administratifs, le système permettra au personnel et aux dirigeants d'exercer un certain nombre d'activités en « mode libre service », contribuant ainsi à améliorer l'efficacité au sein de l'organisation.

En prenant en compte les évolutions les plus récentes de l'espérance de vie, la BCE a engagé un examen du plan de retraite qu'elle propose à son personnel. Les résultats de cet examen devraient se traduire par des mesures concrètes début 2009.

Afin d'améliorer l'équilibre entre vie professionnelle et vie privée, et de renforcer davantage la capacité d'adaptation de la BCE, le Directoire a décidé de lancer un projet pilote visant à introduire progressivement le travail à distance. Après l'achèvement de ce projet, les avantages et les inconvénients seront évalués avec soin avant de prendre une décision sur l'extension de ce dispositif.

### LA CONFÉRENCE SUR LES RESSOURCES HUMAINES ET LE SUIVI DE LA DÉCLARATION DE MISSION DE L'EUROSYSTÈME

La Conférence sur les ressources humaines (*Human Resources Conference* – HRC) a été instituée en 2005, en vue de favoriser davantage la coopération et l'esprit d'équipe au sein des banques centrales de l'Eurosystème/du SEBC dans le domaine de la gestion des ressources humaines. En 2007, les activités de la Conférence ont couvert divers aspects de la

formation et du développement du personnel, comportant des possibilités de formation au sein du SEBC ainsi que l'élaboration de mesures pour améliorer la mobilité intra-SEBC.

En vue de favoriser l'échange d'expériences et de progresser vers l'adoption de pratiques de référence, des ateliers et des présentations ont été organisés sur des sujets tels que les procédures de recrutement et de sélection, les centres d'évaluation, la mobilité interne et les politiques en matière de déroulement de carrière. Une conférence s'est également tenue sur la conduite des changements organisationnels et un nouveau groupe de travail chargé de l'information du SEBC en matière de gestion des ressources humaines a été créé.

### 2.2 LE NOUVEAU SITE DE LA BCE

En 2007, les travaux relatifs au nouveau site de la BCE ont progressé conformément au calendrier prévu. La phase de planification détaillée a débuté le 20 février 2007 et les résultats ont été présentés au public le 8 octobre 2007. Le projet a été soumis aux autorités compétentes de la Ville de Francfort le 22 octobre 2007 en vue de l'obtention des permis de construire nécessaires.

Tandis que la phase de planification détaillée n'a pas modifié l'aspect global de l'ensemble de bâtiments, le développement du projet de nouveau site s'est poursuivi. Des analyses sur place des corps de bâtiment d'origine et des matériaux utilisés à la *Grossmarkthalle* ont été réalisées afin de développer des méthodes de restauration appropriées. Les spécificités de la construction envisagée à l'intérieur de la *Grossmarkthalle* ont été élaborées plus en détails, notamment en ce qui concerne les exigences en matière d'incendie et de sécurité, de même que les éléments structurels des zones fonctionnelles au sein du hall.

La conception d'ensemble de l'intérieur des nouveaux locaux a été définie, y compris les matériaux et les revêtements. Des maquettes ont été construites afin de tester la fonctionnalité

et la qualité des matériaux choisis pour les principaux corps de bâtiment. Une maquette grandeur nature d'un bâtiment de deux étages, représentant la façade d'une section médiane du gratte-ciel qui sera la tour de bureaux sud et de l'atrium attenant, a été construite sur le futur site de la BCE afin de vérifier les détails techniques, fonctionnels et architecturaux.

En 2007, le plan d'occupation des sols a continué d'être élaboré par le service de l'urbanisme de la Ville de Francfort, en collaboration avec la BCE. Ce plan a pour objectif d'assurer un développement urbain soutenable. Le grand public et diverses autorités sont impliqués dans l'élaboration du plan, garantissant ainsi sa légitimité démocratique. Le plan d'occupation des sols a été publié le 13 novembre 2007 dans *l'Amtsblatt*, journal officiel de la Ville de Francfort, lui conférant ainsi un caractère juridiquement contraignant.

En août 2007, la BCE a lancé un appel d'offres international en vue de sélectionner un maître d'œuvre chargé de la construction de son nouveau site. L'avis de marché a été publié au

Journal officiel de l'Union européenne ainsi que sur le site internet de la BCE. Le marché devrait être attribué en octobre 2008, et le début de la principale phase de construction est prévu pour le quatrième trimestre 2008. Les travaux préparatoires sur le futur site de la BCE commenceront au premier trimestre 2008. Les nouveaux locaux devraient être achevés fin 2011.

En 2008, la Ville de Francfort lancera un concours pour la réalisation d'un mémorial et d'un espace d'information dédiés à la commémoration de la déportation des citoyens juifs au départ de la *Grossmarkthalle*.

### 2.3 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. Les principales missions de l'EPCO consistent à encourager



l'adoption et l'échange de bonnes pratiques au sein de l'Eurosystème, à développer une infrastructure (compétences, outils fonctionnels et processus informatiques) permettant une mise en commun des budgets et à coordonner le programme des achats de l'Eurosystème. Les banques centrales de l'Eurosystème participent sur la base du volontariat. En décembre 2007, la Banque centrale du Luxembourg a été désignée pour héberger l'EPCO du 1<sup>er</sup> janvier 2008 au 31 décembre 2012.

### 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 les fédérations syndicales européennes<sup>14</sup>. 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.

Des réunions au titre du dialogue social au sein du SEBC ont eu lieu en juillet et en décembre 2007. Outre les questions relatives à la production et à la circulation des billets de banque, aux systèmes de paiement (TARGET2, TARGET2-Titres et CCBM2) et à la surveillance financière, les débats ont porté sur la mise en œuvre de mesures liées à la déclaration de mission, aux orientations stratégiques et aux principes d'organisation de l'Eurosystème, ainsi que sur leurs conséquences pour le travail quotidien des personnels de l'Eurosystème. Les représentants du personnel ont également été informés des travaux réalisés par la Conférence sur les ressources humaines.

La BCE a continué de publier une lettre d'information semestrielle destinée à tenir les représentants du personnel informés des dernières évolutions relatives aux sujets précités.

La mise en œuvre des mesures ayant fait l'objet d'un accord en 2006 entre la BCE et les fédérations syndicales européennes pour améliorer le dialogue social au sein du SEBC a été engagée en 2007 et se poursuivra en 2008.

<sup>14</sup> 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 2007

## I NATURE DE L'ACTIVITÉ

Les activités de la BCE en 2007 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 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 BCE, dans le cadre de contrats à durée indéterminée ou de contrats à durée déterminée, est passé de 1 337 en 2006 à 1 366 en 2007. À la fin de cette année, l'effectif total s'élevait à 1 375. 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 Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, 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 général 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 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 2006, cette provision s'élevait à 2 371 395 162 euros. Conformément à l'article 49.2 des statuts du SEBC, la Banka Slovenije a également contribué à cette provision pour un montant de 10 947 042 euros, avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2007.

Tenant compte des résultats de son évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de transférer au 31 décembre 2007 un montant supplémentaire de 286 416 109 euros à la provision, faisant passer cette provision à 2 668 758 313 euros et, comme en 2006, ramenant à très exactement zéro le bénéfice net de l'exercice.

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. Le Conseil des gouverneurs a décidé que le cumul de la provision et des montants détenus dans le fonds de réserve général ne pouvait dépasser la valeur des parts libérées par les BCN de la zone euro dans le capital de la BCE.

### RÉSULTATS FINANCIERS EN 2007

Si la provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or n'avait pas été augmentée en 2007, la BCE aurait enregistré un bénéfice net de 286 millions d'euros.

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 2007, le produit net d'intérêt s'est élevé à 2 421 millions d'euros, après 1 972 millions en 2006, en raison essentiellement d'une

augmentation des billets en euros en circulation et du taux marginal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, qui détermine la rémunération que la BCE reçoit au titre de sa part des billets en euros au sein de l'Eurosystème.

Les plus-values nettes réalisées sur les opérations financières sont passées de 475 millions d'euros en 2006 à 779 millions en 2007, en raison essentiellement (a) de la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis en 2007, qui a entraîné une hausse des plus-values nettes réalisées sur les cessions de titres durant l'année, (b) de la hausse du cours de l'or, qui a entraîné une augmentation des plus-values réalisées sur les ventes d'or effectuées en 2007. Ces ventes ont été réalisées conformément à l'accord sur les avoirs en or des banques centrales, entré en vigueur le 27 septembre 2004, dont la BCE est signataire.

Les charges d'exploitation de la BCE, y compris les amortissements, sont passées de 361 millions d'euros en 2006 à 385 millions en 2007.

#### **MODIFICATION DU CAPITAL DE LA BCE**

Conformément à l'article 49.3 des statuts du SEBC qui a été ajouté aux Statuts par le Traité d'adhésion, le capital souscrit de la BCE est automatiquement augmenté lorsqu'un nouvel État devient membre de l'UE et que sa BCN entre dans le SEBC. Cette augmentation rend nécessaire le calcul de la pondération de chaque BCN faisant partie du SEBC dans la clé de répartition pour la souscription au capital de la BCE, par analogie avec l'article 29.1 et conformément à l'article 29.2 des statuts du SEBC. Par conséquent, avec l'adhésion de la Bulgarie et de la Roumanie à l'UE le 1<sup>er</sup> janvier 2007, (a) les pondérations des BCN dans la clé de répartition ont été modifiées 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 et (b) le capital souscrit de la BCE a été porté à 5 761 millions d'euros.

Conformément à l'article 49.1 des statuts du SEBC, la Banka Slovenije a versé le reliquat de sa contribution au capital de la BCE lors de l'adoption de la monnaie unique par la Slovénie le 1<sup>er</sup> janvier 2007, tandis que la Bulgarian National Bank et la Banca Națională a României, comme les autres BCN ne faisant pas partie de la zone euro, ont libéré 7 % de leur part du capital souscrit à titre de participation aux coûts de fonctionnement de la BCE.

Sous l'effet conjugué des évolutions décrites, le capital libéré de la BCE a augmenté, passant de 4 089 millions d'euros le 31 décembre 2006 à 4 127 millions le 1<sup>er</sup> janvier 2007. La note 15 « Capital et réserves » des comptes annuels présente les détails de ces changements.



## BILAN AU 31 DÉCEMBRE 2007

ACTIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2007 EUROS	2006 EUROS
<b>Avoirs et créances en or</b>	<b>1</b>	<b>10 280 374 109</b>	<b>9 929 865 976</b>
<b>Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>2</b>		
Créances sur le FMI		449 565 998	414 768 308
Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises		28 572 614 853	29 313 377 277
		<b>29 022 180 851</b>	<b>29 728 145 585</b>
<b>Créances en devises sur des résidents de la zone euro</b>	<b>2</b>	<b>3 868 163 459</b>	<b>2 773 828 417</b>
<b>Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>3</b>		
Comptes auprès des banques, titres et prêts		25 128 295	4 193 677
<b>Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>4</b>	<b>100 038 774</b>	<b>33 914</b>
<b>Créances intra-Eurosystème</b>	<b>5</b>		
Créances relatives à la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		54 130 517 580	50 259 459 435
Autres créances intra-Eurosystème (net)		17 241 183 222	3 545 868 495
		<b>71 371 700 802</b>	<b>53 805 327 930</b>
<b>Autres actifs</b>	<b>6</b>		
Immobilisations corporelles		188 209 963	175 180 989
Autres actifs financiers		9 526 196 135	8 220 270 389
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan		34 986 651	29 518 315
Produits à recevoir et charges constatées d'avance		1 557 414 330	1 094 509 354
Divers		69 064 934	5 580 697
		<b>11 375 872 013</b>	<b>9 525 059 744</b>
<b>Total de l'actif</b>		<b>126 043 458 303</b>	<b>105 766 455 243</b>

PASSIF	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2007 EUROS	2006 EUROS
<b>Billets en circulation</b>	<b>7</b>	<b>54 130 517 580</b>	<b>50 259 459 435</b>
<b>Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	<b>8</b>	<b>1 050 000 000</b>	<b>1 065 000 000</b>
<b>Engagements en euros envers des non résidents de la zone euro</b>	<b>9</b>	<b>14 571 253 753</b>	<b>105 121 522</b>
<b>Engagements en devises envers des non résidents de la zone euro</b>	<b>10</b>		
Dépôts, comptes et autres engagements		<b>667 076 397</b>	<b>330 955 249</b>
<b>Engagements intra-Eurosystème</b>	<b>11</b>		
Engagements au titre du transfert de réserves de change		<b>40 041 833 998</b>	<b>39 782 265 622</b>
<b>Autres engagements</b>	<b>12</b>		
Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan		<b>69 589 536</b>	<b>0</b>
Charges à payer et produits constatés d'avance		<b>1 863 461 316</b>	<b>1 262 820 884</b>
Divers		<b>659 763 920</b>	<b>899 170 800</b>
		<b>2 592 814 772</b>	<b>2 161 991 684</b>
<b>Provisions</b>	<b>13</b>	<b>2 693 816 002</b>	<b>2 393 938 510</b>
<b>Comptes de réévaluation</b>	<b>14</b>	<b>6 169 009 571</b>	<b>5 578 445 671</b>
<b>Capital et réserves</b>	<b>15</b>		
Capital		<b>4 127 136 230</b>	<b>4 089 277 550</b>
<b>Bénéfice de l'exercice</b>		<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total du passif</b>		<b>126 043 458 303</b>	<b>105 766 455 243</b>

## COMPTE DE RÉSULTAT POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2007

	NUMÉRO DE RUBRIQUE DE L'ANNEXE	2007 EUROS	2006 EUROS
Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises		1 354 887 368	1 318 243 236
Produits d'intérêt au titre de la répartition des billets en euros dans l'Eurosystème		2 004 355 782	1 318 852 000
Autres produits d'intérêt		4 380 066 479	2 761 697 060
<i>Produits d'intérêt</i>		<i>7 739 309 629</i>	<i>5 398 792 296</i>
Rémunération des créances des BCN au titre des avoirs de réserve transférés		(1 356 536 045)	(965 331 593)
Autres charges d'intérêt		(3 962 006 944)	(2 461 625 254)
<i>Charges d'intérêt</i>		<i>(5 318 542 989)</i>	<i>(3 426 956 847)</i>
<b>Produit net d'intérêt</b>	<b>23</b>	<b>2 420 766 640</b>	<b>1 971 835 449</b>
Plus/moins-values réalisées sur opérations financières	<b>24</b>	778 547 213	475 380 708
Moins-values latentes sur actifs financiers et positions de change	<b>25</b>	(2 534 252 814)	(718 467 508)
Dotations/reprises sur provisions pour risque de change et de taux d'intérêt		(286 416 109)	(1 379 351 719)
<b>Résultat net des opérations financières et des moins-values latentes et provisions pour risques</b>		<b>(2 042 121 710)</b>	<b>(1 622 438 519)</b>
<b>Charge nette de commissions</b>	<b>26</b>	<b>(621 691)</b>	<b>(546 480)</b>
<b>Produits des actions et des titres de participation</b>	<b>27</b>	<b>920 730</b>	<b>911 866</b>
<b>Autres produits</b>	<b>28</b>	<b>6 345 668</b>	<b>11 407 583</b>
<b>Total des produits nets</b>		<b>385 289 637</b>	<b>361 169 899</b>
Charges de personnel	<b>29</b>	(168 870 244)	(160 847 043)
Autres charges d'exploitation	<b>30</b>	(184 589 229)	(166 426 595)
Amortissement des immobilisations corporelles		(26 478 405)	(29 162 141)
Service de production des billets	<b>31</b>	(5 351 759)	(4 734 120)
<b>Bénéfice/(perte) de l'exercice</b>		<b>0</b>	<b>0</b>

Francfort-sur-le-Main, 26 février 2008

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Jean-Claude Trichet  
Président

# LES RÈGLES ET MÉTHODES COMPTABLES <sup>1</sup>

## LA FORME ET LA PRÉSENTATION DES ÉTATS FINANCIERS

Les états financiers de la Banque centrale européenne (BCE) ont été élaborés de manière à donner une image fidèle de la situation financière de la BCE et des résultats de ses opérations. Ils ont été établis conformément aux règles et méthodes comptables<sup>2</sup>, que le Conseil des gouverneurs estime adaptées à la nature de l'activité d'une banque centrale et qui sont exposées ci-après.

## LES RÈGLES COMPTABLES

Les règles comptables appliquées sont les suivantes : réalité économique et transparence, prudence, prise en compte des événements postérieurs à la date de clôture du bilan, importance relative, principe de spécialisation des exercices, principe de continuité de l'exploitation, permanence des méthodes et comparabilité.

## LA 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 supporté 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.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007, la méthode de comptabilisation des opérations de change, des instruments financiers libellés en devises et des intérêts courus correspondants inscrits dans les comptes des banques centrales de l'Eurosystème a été modifiée. Une application anticipée a été

autorisée, et la BCE a introduit la modification à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2006, avec les effets suivants. À l'exception des titres, les opérations sont désormais enregistrées dans 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 non plus à la date de règlement au comptant, comme cela était le cas jusqu'à présent, et les plus-values et moins-values réalisées provenant des ventes sont également calculées à la date d'opération. 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, et pas seulement lorsque les intérêts sont encaissés ou décaissés, comme c'était le cas auparavant.

## LES ACTIFS ET PASSIFS EN OR ET DEVISES

Les actifs et passifs libellés en devises sont convertis en euros sur la base du cours de change en vigueur à la date de clôture de l'exercice. Les produits et charges sont convertis sur la base du cours de change en vigueur à la date d'enregistrement. La réévaluation des éléments d'actif et de passif libellés en devises s'effectue devise par devise, pour les instruments inscrits au bilan comme pour le hors bilan.

La réévaluation au prix du marché des éléments d'actif et de passif libellés en devises est traitée indépendamment de la réévaluation du cours de change.

L'or est valorisé au cours prévalant sur le marché à la fin de l'exercice. Il n'est fait aucune

<sup>1</sup> Les règles et méthodes comptables de la BCE ont été exposées de manière détaillée dans la décision BCE/2002/11, JO L 58 du 03.03.2003, modifiée. À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2007, cette décision a été abrogée et remplacée par la décision BCE/2006/17, JO L 348 du 11.12.2006, modifiée.

<sup>2</sup> 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.

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 2007, à partir du cours de change de l'euro par rapport au dollar des États-Unis le 31 décembre 2007.

### 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 rendements considérée, à la date de clôture de l'exercice, ligne de titre par ligne de titre. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2007, les prix moyens du marché au 28 décembre 2007 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, sur une devise donnée 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 et/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 résultats.

Les opérations de cession temporaire (y compris les opérations de prêts de titres) effectuées dans le cadre d'un programme automatisé de prêt de titres ne sont comptabilisées dans le bilan que dans le cas où la garantie est fournie à la BCE sous la forme d'espèces pendant toute la durée de l'opération. En 2007, la BCE n'a pas reçu de garanties sous cette forme sur toute la durée de telles opérations.

### LES INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Les instruments en devises, à savoir les opérations de change à terme, les composantes à terme des *swaps* de change et autres instruments en devises entraînant l'échange d'une devise

contre une autre à une date future, sont inclus dans les positions nettes en devises pour le calcul des gains et des pertes de change.

La réévaluation des instruments de taux d'intérêt s'effectue ligne à ligne. Les 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.

### LES SOLDES INTRA-SEBC/LES SOLDES INTRA-EUROSYSTÈME

Les transactions intra-SEBC sont des opérations transfrontières réalisées entre deux banques centrales de l'UE. Elles sont principalement traitées *via* le système TARGET/TARGET2 (Système de transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel, cf. chapitre 2) et font apparaître des soldes bilatéraux sur les comptes réciproques des banques centrales de l'UE connectées à TARGET/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 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 TARGET/TARGET2<sup>3</sup>, figurent dans le poste « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro ».

### LE TRAITEMENT DES IMMOBILISATIONS

Les immobilisations, à l'exception des terrains, sont valorisées à leur coût d'acquisition diminué de l'amortissement. Les terrains sont enregistrés à leur coût d'acquisition. La méthode de calcul appliquée est celle de l'amortissement linéaire, celui-ci partant du trimestre qui suit l'acquisition et s'étalant sur la durée d'utilisation estimée de l'actif, à savoir :

Ordinateurs, matériels et logiciels informatiques connexes, véhicules	4 ans
Matériel, immobilier 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 immeubles et dépenses immobilisées liés aux locaux actuels de la BCE a été réduite afin de garantir que ces actifs soient passés en totalité en charge avant que la BCE ne s'installe dans ses nouveaux locaux.

3 Au 31 décembre 2007, les banques centrales n'appartenant pas à la zone euro participant à TARGET/TARGET2 étaient les suivantes : Danmarks Nationalbank, Central Bank of Cyprus, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta et Bank of England.

## LE PLAN DE RETRAITE DE LA BCE ET AUTRES AVANTAGES POSTÉRIEURS À L'EMPLOI

La BCE met en œuvre un régime à prestations définies pour ses employés. Celui-ci est financé par des actifs détenus dans un fonds à long terme d'avantages au personnel.

### 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 et au risque d'invalidité du personnel ne sont pas financées par un mécanisme spécifique. Le coût attendu de ces avantages est comptabilisé sur la durée du mandat/de service des membres du Directoire/du personnel, à l'aide d'une approche comptable analogue à celle des régimes de retraite à prestations définies. Les écarts actuariels sont enregistrés de la même manière que précédemment.

Ces obligations sont réévaluées tous les ans par des actuaires indépendants afin de déterminer le passif approprié dans les états financiers.

### LES BILLETS EN CIRCULATION

La BCE et les BCN de la zone euro, qui constituent ensemble l'Eurosystème, émettent des billets de banque en euros<sup>4</sup>. La valeur totale des billets en euros en circulation est répartie entre les banques centrales de l'Eurosystème le dernier jour ouvré de chaque mois, conformément à la clé de répartition des billets<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Décision BCE/2001/15 du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros, JO L 337 du 20.12.2001, modifiée.

<sup>5</sup> 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.

La part attribuée à la BCE représente 8 % de la valeur totale des billets en euros en circulation et figure au passif du bilan dans le poste « Billets en circulation ». La part allouée à la BCE est adossée à des créances sur les BCN. Ces créances, qui sont rémunérées<sup>6</sup>, figurent dans la sous-rubrique « Créances intra-Eurosysteme : créances relatives à la répartition des billets en euros dans l'Eurosysteme » (cf. « Les soldes intra-SEBC/Les soldes intra-Eurosysteme » 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 ouvrable de l'exercice suivant<sup>7</sup>. 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 sous réserve enfin de toute décision du Conseil des gouverneurs d'imputer les charges supportées par la BCE à l'occasion de l'émission et du traitement des billets en euros.

## QUESTIONS DIVERSES

Compte tenu du fait que la BCE est une banque centrale, le Directoire estime que la publication d'un tableau de flux de trésorerie ne fournirait pas d'éléments d'information supplémentaires pertinents aux lecteurs des états financiers.

Conformément à l'article 27 des statuts du SEBC et sur recommandation du Conseil des gouverneurs, le Conseil de l'UE a approuvé la nomination du cabinet KPMG *Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft* en tant que commissaire aux comptes extérieur de la BCE pour une période de cinq ans s'achevant à la fin de l'exercice 2007.

- 6 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.
- 7 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. Cette décision a abrogé et remplacé la décision BCE/2002/9.

## ANNEXE AU BILAN

### I AVOIRS ET CRÉANCES EN OR

Au 31 décembre 2007, la BCE détenait 18 091 733 onces d'or fin (20 572 017 onces en 2006). Cette diminution a résulté (a) de ventes d'or à hauteur de 2 539 839 onces 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 Banka Slovenije à la BCE de 59 555 onces d'or fin<sup>8</sup> lors de l'adoption de la monnaie unique par la Slovénie, 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 2007 (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

### 2 CRÉANCES EN DEVISES SUR DES RÉSIDENTS ET DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

#### CRÉANCES SUR LE FMI

Cette rubrique représente les avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) de la BCE au 31 décembre 2007. Elle résulte de la mise en œuvre d'un dispositif d'achat et de vente de DTS conclu avec le Fonds monétaire international (FMI), en vertu duquel le FMI est autorisé à organiser des ventes et achats de DTS contre euros pour le compte de la BCE, tout en maintenant les avoirs de celle-ci à l'intérieur d'une fourchette donnée. Le DTS est défini comme un panier de devises. Sa valeur est déterminée comme la somme pondérée des taux de change des quatre principales devises (euro, yen, livre sterling et dollar des États-Unis). À des fins comptables, les DTS sont traités comme des devises (cf. « Les actifs et passifs en or et devises » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

#### COMPTES AUPRÈS DES BANQUES, TITRES, PRÊTS ET AUTRES ACTIFS EN DEVISES ; ET CRÉANCES EN DEVISES SUR DES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Ces deux rubriques sont constituées de comptes ouverts auprès des banques, de prêts libellés en

devises étrangères et de placements sous forme de titres, libellés en dollars des États-Unis et en yens, et peuvent être ventilées comme suit :

<i>Créances sur des non-résidents de la zone euro</i>	2007 euros	2006 euros	Variation euros
Comptes courants	761 073 851	1 388 630 590	(627 556 739)
Dépôts sur le marché monétaire	688 783 688	1 352 326 756	(663 543 068)
Prises en pension	543 247 188	330 983 321	212 263 867
Titres	26 579 510 126	26 241 436 610	338 073 516
Total	28 572 614 853	29 313 377 277	(740 762 424)

<i>Créances sur des résidents de la zone euro</i>	2007 euros	2006 euros	Variation euros
Comptes courants	574 945	18 535	556 410
Dépôts sur le marché monétaire	3 867 588 514	2 621 949 594	1 245 638 920
Prises en pension	0	151 860 288	(151 860 288)
Total	3 868 163 459	2 773 828 417	1 094 335 042

Malgré la dépréciation du dollar des États-Unis et du yen vis-à-vis de l'euro en 2007, la valeur nette en euros de ces positions a augmenté, principalement en raison (a) du placement du produit des ventes d'or dans le portefeuille en yens et, dans une moindre mesure, dans le portefeuille en dollars des États-Unis (cf. la note 1 « Avoirs et créances en or ») et (b) des revenus tirés principalement du portefeuille en dollars des États-Unis.

En outre, lors de l'adoption de la monnaie unique par la Slovénie le 1<sup>er</sup> janvier 2007, la Banka Slovenije a transféré à la BCE des avoirs en dollars des États-Unis d'une valeur de 162,9 millions d'euros, conformément à l'article 30.1 des statuts du SEBC.

<sup>8</sup> Le transfert, d'une valeur équivalente à 28,7 millions d'euros, a été effectué avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2007.

Au 31 décembre 2007, les avoirs nets en devises de la BCE<sup>9</sup> libellés en dollars des États-Unis et en yens étaient les suivants :

(en millions d'unités monétaires)	
Dollars des États-Unis	37 149
Yens	1 076 245

### 3 CRÉANCES EN EUROS SUR DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2007, ces créances sont constituées de dépôts sur le marché monétaire pour un montant de 20,0 millions d'euros et de comptes courants auprès de non-résidents de la zone euro.

### 4 AUTRES CRÉANCES EN EUROS SUR DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA ZONE EURO

Au 31 décembre 2007, ces créances sont constituées de dépôts sur le marché monétaire pour un montant de 100,0 millions d'euros et de comptes courants auprès des résidents de la zone euro.

### 5 CRÉANCES INTRA-EUROSYSTÈME

#### CRÉANCES RELATIVES À LA RÉPARTITION DES BILLETS EN EUROS AU SEIN DE L'EUROSYSTÈME

Cette rubrique recouvre les créances de la BCE vis-à-vis des BCN de la zone euro relatives à la répartition des billets en euros au sein de l'Eurosystème (cf. « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

#### AUTRES CRÉANCES INTRA-EUROSYSTÈME (NET)

Cette rubrique recouvre les soldes constitués à l'occasion de l'utilisation du système TARGET/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 du règlement de la jambe euro des opérations d'échanges adossés (*back-to-back swaps*) conduites par les BCN dans

le cadre du dispositif temporaire d'adjudication (*Term Auction Facility* – TAF) en dollars (cf. la note 9 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

	2007 euros	2006 euros
Montants dont les BCN de la zone euro sont redevables au titre de TARGET/TARGET2	145 320 642 526	83 764 470 700
Montants dus aux BCN de la zone euro au titre de TARGET/TARGET2	(128 079 459 304)	(80 218 602 205)
Autres créances intra-Eurosystème (nettes)	17 241 183 222	3 545 868 495

### 6 AUTRES ACTIFS

#### IMMOBILISATIONS CORPORELLES

Au 31 décembre 2007, ces actifs étaient constitués des éléments suivants :

	2007 euros	2006 euros	Variation euros
<b>Coût</b>			
Terrains et immeubles	156 964 236	160 272 602	(3 308 366)
Matériels informatiques et logiciels	168 730 634	157 573 338	11 157 296
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	27 105 564	26 670 476	435 088
Immobilisations en cours	59 791 855	28 790 200	31 001 655
Autres immobilisations	1 195 290	1 232 143	(36 853)
<b>Coût total</b>	<b>413 787 579</b>	<b>374 538 759</b>	<b>39 248 820</b>
<b>Amortissement cumulé</b>			
Terrains et immeubles	(49 672 589)	(39 696 727)	(9 975 862)
Matériels informatiques et logiciels	(150 195 777)	(135 057 096)	(15 138 681)
Matériel, mobilier, équipements et véhicules	(25 562 068)	(24 471 251)	(1 090 817)
Autres immobilisations	(147 182)	(132 696)	(14 486)
<b>Total amortissement cumulé</b>	<b>(225 577 616)</b>	<b>(199 357 770)</b>	<b>(26 219 846)</b>
<b>Valeur comptable nette</b>	<b>188 209 963</b>	<b>175 180 989</b>	<b>13 028 974</b>

9 Avoirs diminués des engagements libellés dans la devise correspondante qui font l'objet d'une réévaluation du cours de change. Ils sont compris dans les rubriques « Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro », « Créances en devises sur des résidents de la zone euro », « Produits à recevoir et charges constatées d'avance », « Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro », « Écarts de réévaluation sur instruments de hors bilan » (au passif) et « Charges à payer et produits constatés d'avance », et prennent également en compte les opérations de change à terme et de *swaps* 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.

La diminution du poste « Terrains et immeubles » dans les coûts est due principalement à la cession en janvier 2007 de la résidence officielle des présidents de la BCE, qui avait été acquise en 2001. L'acquisition d'une nouvelle résidence officielle a été réalisée en décembre 2006.

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

Les principales composantes de cette rubrique sont les suivantes :

	2007 euros	2006 euros	Variation euros
Titres libellés en euros	8 815 612 722	7 303 413 758	1 512 198 964
Prises en pension en euros	668 392 837	874 669 464	(206 276 627)
Autres actifs financiers	42 190 576	42 187 167	3 409
Total	9 526 196 135	8 220 270 389	1 305 925 746

- (a) Les titres libellés en euros et les prises en pension en euros constituent les investissements des fonds propres de la BCE (cf. la note 12 « Autres engagements »). L'augmentation de la détention de titres s'explique principalement par l'investissement 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 2006.
- (b) La BCE détient 3 211 actions de la BRI qui sont comptabilisées au coût d'acquisition de 41,8 millions d'euros.

#### ÉCARTS DE RÉÉVALUATION SUR INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Cette rubrique recouvre principalement les effets de valorisation des opérations de *swaps* de change et de change à terme comptabilisés au 31 décembre 2007 (cf. la note 21 « Opérations de *swaps* 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). Les plus-values latentes enregistrées sur les opérations à terme sur titres figurent également dans cette rubrique.

#### PRODUITS À RECEVOIR ET CHARGES CONSTATÉES D'AVANCE

En 2007, 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 545,8 millions d'euros, et les intérêts courus dont les BCN de la zone euro sont redevables sur les soldes TARGET/TARGET2 pour le dernier mois de 2007, d'un montant total de 481,6 millions d'euros.

Les intérêts courus, y compris l'amortissement des décotes, sur des titres et autres actifs financiers figurent également dans cette rubrique.

#### DIVERS

Cette rubrique recouvre principalement les soldes liés aux opérations de *swaps* de change et de change à terme comptabilisés en devises au 31 décembre 2007 (cf. la note 21 « Opérations de *swaps* 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 comprend également une créance sur le ministère des Finances d'Allemagne fédérale au titre de la TVA récupérable et d'autres impôts indirects. Ces impôts sont remboursables aux termes de l'article 3 du Protocole sur les privilèges et immunités des Communautés européennes, qui s'applique à la BCE en vertu de l'article 40 des statuts du SEBC.

## **7 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 TARGET/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 13,9 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 20 milliards de dollars à la BCE au moyen d'un dispositif temporaire d'échange réciproque

de devises (accord de *swap*), afin de proposer 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 qui ont adopté l'euro, lesquelles ont utilisé les fonds correspondants pour mener des opérations d'apport de liquidité avec les contreparties de l'Eurosystème. Ces opérations d'échanges adossés ont donné lieu à des soldes intra-Eurosystème non rémunérés entre la BCE et les BCN, enregistrés sous la rubrique « Autres créances intra-Eurosystème (net) ».

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 TARGET/TARGET2 (cf. « Les soldes intra-SEBC/Les soldes intra-Eurosystème » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables).

## **10 ENGAGEMENTS EN DEVICES ENVERS DES NON-RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO**

Cette rubrique se compose des engagements résultant d'accords de mise en pension conclus avec des non-résidents de la zone euro en liaison avec la gestion des réserves en devises de la BCE.

## **11 ENGAGEMENTS INTRA-EUROSYSTÈME**

Cette rubrique représente les engagements vis-à-vis des BCN de la zone euro provenant du transfert des avoirs de réserve de change à la BCE lorsqu'elles rejoignent l'Eurosystème. 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 »).

L'élargissement de l'UE à la Bulgarie et à la Roumanie et la modification concomitante de la limite totale des créances et des pondérations des BCN dans la clé de répartition

du capital de la BCE (cf. la note 15 « Capital et réserves »), ainsi que le transfert des avoirs de réserve de la Banka Slovenije lors de l'adoption de la monnaie unique par la Slovénie, ont entraîné une augmentation de 259 568 376 euros de ces engagements.

	Jusqu'au 31 décembre 2006 euros	À partir du 1 <sup>er</sup> janvier 2007 <sup>1)</sup> euros
Banque nationale de Belgique	1 419 101 951	1 423 341 996
Deutsche Bundesbank	11 761 707 508	11 821 492 402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	513 006 858	511 833 966
Bank of Greece	1 055 840 343	1 046 595 329
Banco de España	4 326 975 513	4 349 177 351
Banque de France	8 275 330 931	8 288 138 644
Banca d'Italia	7 262 783 715	7 217 924 641
Banque centrale du Luxembourg	87 254 014	90 730 275
De Nederlandsche Bank	2 223 363 598	2 243 025 226
Oesterreichische Nationalbank	1 157 451 203	1 161 289 918
Banco de Portugal	982 331 062	987 203 002
Banka Slovenije	-	183 995 238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717 118 926	717 086 011
<b>Total</b>	<b>39 782 265 622</b>	<b>40 041 833 998</b>

1) Les différents montants ont été arrondis à l'euro le plus proche. La somme des composantes peut ne pas être égale au total en raison des écarts d'arrondis.

La créance de la Banka Slovenije a été fixée à 183 995 238 euros afin que le ratio entre le montant de cette créance et le montant total de la créance portée au crédit des autres BCN ayant adopté l'euro soit égal au ratio entre la pondération de la Banka Slovenije 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. les notes 1 « Avoirs et créances en or » et 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 Banka Slovenije, 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 2006 (cf. les notes 13 « Provisions » et 14 « Comptes de réévaluation »).

## 12 AUTRES ENGAGEMENTS

### ÉCARTS DE RÉÉVALUATION SUR INSTRUMENTS DE HORS BILAN

Cette rubrique recouvre principalement les effets de valorisation des opérations de *swaps* de change et de change à terme comptabilisés au 31 décembre 2007 (cf. la note 21 « Opérations de *swaps* 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 opérations à terme sur titres et 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-Eurosysteme »), s'élevant à 1 400 millions d'euros. Ce solde comprend également les intérêts courus dont la BCE est redevable sur les soldes des BCN au titre de TARGET/TARGET2, les intérêts courus sur les instruments financiers, y compris l'amortissement des primes liées aux coupons obligataires et les autres charges constatées d'avance.

### DIVERS

Cette rubrique recouvre principalement les engagements au titre d'opérations de pension en cours, pour un montant de 517 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 retraite 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 :

	2007 millions d'euros	2006 millions d'euros
Valeur actuelle des obligations	285,8	258,5
Juste valeur des actifs du fonds	(229,8)	(195,3)
Écarts actuariels non comptabilisés	35,4	17,3
Passif comptabilisé au bilan	91,4	80,5

La valeur actuelle des obligations au titre des retraites inclut, pour un montant de 36,8 millions d'euros (32,6 millions en 2006), les obligations au titre du régime de retraite des membres du Directoire et des provisions pour invalidité du personnel.

Les montants enregistrés en 2006 et 2007 dans le compte de résultat au titre des rubriques « Coût des services rendus au cours de l'exercice », « Coût financier » et « Rendement attendu des actifs du fonds » sont les suivants :

	2007 millions d'euros	2006 millions d'euros
Coût des services rendus	26,5	27,3
Coût financier	8,6	6,8
Rendement attendu des actifs du fonds	(7,9)	(6,7)
Écarts actuariels enregistrés dans l'année	0	0
Total inclus dans le poste « Charges de personnel »	27,2	27,4

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), aucun écart actuariel n'a été enregistré dans le compte de résultat en 2007.

La valeur actualisée de l'obligation au titre des prestations définies est modifiée comme suit :

	2007 millions d'euros	2006 millions d'euros
Obligation au titre des prestations définies en début d'exercice	258,5	223,5
Coût des services	26,5	27,3
Coût financier	8,6	6,8
Cotisations versées par les participants au fonds	14,2	10,4
Autres variations nettes des engagements représentatifs des cotisations des participants au fonds	2,5	3,7
Prestations servies	(2,5)	(2,6)
Écarts actuariels	(22,0)	(10,6)
Obligation au titre des prestations définies à la clôture de l'exercice	285,8	258,5

La juste valeur des actifs du régime est modifiée comme suit :

	2007 millions d'euros	2006 millions d'euros
Juste valeur des actifs du fonds en début d'exercice	195,3	161,2
Rendement attendu	7,9	6,7
Écarts actuariels	(4,0)	0,2
Cotisations versées par l'employeur	16,2	15,4
Cotisations versées par les participants au fonds	14,1	10,3
Prestations servies	(2,2)	(2,2)
Autres variations nettes des actifs représentatifs des cotisations des participants au fonds	2,5	3,7
Juste valeur des actifs du fonds à la clôture de l'exercice	229,8	195,3

Pour effectuer les valorisations dont il est fait état dans cette note, les actuaires ont utilisé des hypothèses approuvées par le Directoire aux fins de comptabilisation et d'information financière.

Les principales hypothèses retenues pour le calcul des engagements de retraite du personnel sont présentées ci-après. Le taux de rendement attendu des actifs du fonds est utilisé par les actuaires pour calculer la charge annuelle enregistrée dans le compte de résultat.

	2007 %	2006 %
Taux d'actualisation	5,30	4,60
Taux de rendement attendu des actifs du fonds	6,50	6,00
Hausses futures des salaires	2,00	2,00
Augmentations futures des retraites	2,00	2,00

### 13 PROVISIONS

À compter du 31 décembre 2005, 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. Cette provision sera utilisée pour financer des pertes futures réalisées et latentes, en particulier les moins-values latentes non couvertes par les comptes de réévaluation. Le montant de cette provision et l'obligation de la maintenir sont revus chaque année, en fonction de l'évaluation par la BCE de son exposition aux risques évoqués plus haut. Cette évaluation tient compte d'un ensemble de facteurs, parmi lesquels le niveau des portefeuilles d'actifs risqués, l'ampleur de l'exposition aux risques matérialisés sur l'exercice financier en cours, les résultats attendus pour l'exercice à venir et une évaluation des risques à partir de calculs de *Value at Risk* (VAR) sur les actifs à risque, effectuée à intervalles réguliers<sup>10</sup>. Le cumul de la provision et des montants détenus dans le fonds de réserve général ne peut dépasser la valeur des parts dans le capital de la BCE libéré par les BCN de la zone euro.

Au 31 décembre 2006, la provision pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation de cours de l'or s'élevait à 2 371 395 162 euros. Conformément à l'article 49.2 des statuts du SEBC, la Banka Slovenije a également contribué à cette provision pour un montant de 10 947 042 euros, avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2007. Tenant compte des résultats de son évaluation, le Conseil des gouverneurs a décidé de transférer au 31 décembre 2007 un montant supplémentaire de 286 416 109 euros à la provision, faisant

passer cette provision à 2 668 758 313 euros et, comme en 2006, ramenant très exactement à zéro le bénéfice net de l'exercice.

Cette rubrique comprend 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 site définitif, ainsi que diverses autres provisions.

### 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 Banka Slovenije a également contribué à ces réserves pour un montant de 26 millions d'euros avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2007.

	2007 euros	2006 euros	Variation euros
Or	5 830 485 388	4 861 575 989	968 909 399
Devises étrangères	0	701 959 896	(701 959 896)
Titres	338 524 183	14 909 786	323 614 397
Total	6 169 009 571	5 578 445 671	590 563 900

Les cours de change utilisés pour la réévaluation de fin d'exercice sont les suivants :

Taux de change	2007	2006
Dollars des États-Unis pour 1 euro	1,4721	1,3170
Yens pour 1 euro	164,93	156,93
Euros pour 1 DTS	1,074	1,1416
Euro par once d'or fin	568,236	482,688

### 15 CAPITAL ET RÉSERVES

#### CAPITAL

#### (A) MODIFICATION DE LA CLÉ DE RÉPARTITION DU CAPITAL DE LA BCE

Conformément à l'article 29 des statuts du SEBC, les parts des BCN dans la clé de

<sup>10</sup> Cf. également le chapitre 2 du *Rapport annuel* de la BCE.

	Du 1 <sup>er</sup> mai 2004 au 31 décembre 2006 %	À compter du 1 <sup>er</sup> janvier 2007 %
Banque nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
<b>Sous-total pour les BCN de la zone euro</b>	<b>71,4908</b>	<b>69,5092</b>
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
<b>Sous-total pour les BCN hors zone euro</b>	<b>28,5092</b>	<b>30,4908</b>
<b>Total</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

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 et chaque fois que de nouveaux États membres adhèrent à l'UE. 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<sup>11</sup>, les parts des BCN dans cette clé de répartition ont été modifiées le 1<sup>er</sup> janvier 2007, du fait de l'adhésion de la Bulgarie et de la Roumanie comme nouveaux États membres (cf. ci-contre).

### (B) CAPITAL DE LA BCE

Conformément à l'article 49.3 des statuts du SEBC qui a été ajouté aux Statuts par le Traité d'adhésion, le capital souscrit de la BCE est automatiquement augmenté quand un nouvel État membre adhère à l'UE et que sa BCN entre dans le SEBC. Le montant de l'augmentation est obtenu par multiplication du montant en vigueur du capital souscrit (5,565 milliards d'euros au 31 décembre 2006) par le rapport, dans le cadre de la clé de répartition élargie, entre la pondération de la/des BCN entrante(s) concernée(s) et celle des BCN déjà membres du SEBC. Par conséquent, le 1<sup>er</sup> janvier 2007, le capital souscrit de la BCE a été porté à 5,761 milliards d'euros.

Conformément à l'article 49.1 des statuts du SEBC et à un acte juridique adopté par le Conseil des gouverneurs le 30 décembre 2006<sup>12</sup>, la Banka Slovenije a versé un montant de 17 096 556 euros au 1<sup>er</sup> janvier 2007, représentant le reliquat de sa contribution au capital de la BCE.

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. Par conséquent, au 1<sup>er</sup> janvier 2007, la Българска народна банка (Bulgarian National Bank) et la Banca Națională a României ont versé des montants s'élevant, respectivement, à 3 561 869 euros et 10 156 952 euros. Y compris ces montants, cette contribution s'est établie au total à 122 952 830 euros à fin 2007. Les BCN hors zone euro n'ont aucun droit sur les

<sup>11</sup> JO L 181 du 19.07.2003.

<sup>12</sup> Décision BCE/2006/30 du 30 décembre 2006 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 Banka Slovenije, JO L 24 du 31.01.2007

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.

le 31 décembre 2006 à 4 127 136 230 le 1<sup>er</sup> janvier 2007, comme il ressort du tableau ci-après<sup>13</sup> :

Sous l'effet conjugué des trois évolutions précédemment évoquées, le capital libéré de la BCE a augmenté, passant de 4 089 277 550 euros

<sup>13</sup> 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.

	Capital souscrit jusqu'au 31 décembre 2006 euros	Capital libéré jusqu'au 31 décembre 2006 euros	Capital souscrit à compter du 1 <sup>er</sup> janvier 2007 euros	Capital libéré à compter du 1 <sup>er</sup> janvier 2007 euros
Banque nationale de Belgique	141 910 195	141 910 195	142 334 200	142 334 200
Deutsche Bundesbank	1 176 170 751	1 176 170 751	1 182 149 240	1 182 149 240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51 300 686	51 300 686	51 183 397	51 183 397
Bank of Greece	105 584 034	105 584 034	104 659 533	104 659 533
Banco de España	432 697 551	432 697 551	434 917 735	434 917 735
Banque de France	827 533 093	827 533 093	828 813 864	828 813 864
Banca d'Italia	726 278 371	726 278 371	721 792 464	721 792 464
Banque centrale du Luxembourg	8 725 401	8 725 401	9 073 028	9 073 028
De Nederlandsche Bank	222 336 360	222 336 360	224 302 523	224 302 523
Oesterreichische Nationalbank	115 745 120	115 745 120	116 128 992	116 128 992
Banco de Portugal	98 233 106	98 233 106	98 720 300	98 720 300
Banka Slovenije	-	-	18 399 524	18 399 524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71 711 893	71 711 893	71 708 601	71 708 601
<b>Sous-total pour les BCN de la zone euro</b>	<b>3 978 226 562</b>	<b>3 978 226 562</b>	<b>4 004 183 400</b>	<b>4 004 183 400</b>
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	-	-	50 883 843	3 561 869
Česká národní banka	81 155 136	5 680 860	79 957 855	5 597 050
Danmarks Nationalbank	87 159 414	6 101 159	87 204 756	6 104 333
Eesti Pank	9 927 370	694 916	9 810 391	686 727
Central Bank of Cyprus	7 234 070	506 385	7 195 055	503 654
Latvijas Banka	16 571 585	1 160 011	16 204 715	1 134 330
Lietuvos bankas	24 623 661	1 723 656	24 068 006	1 684 760
Magyar Nemzeti Bank	77 259 868	5 408 191	75 700 733	5 299 051
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	3 600 341	252 024	3 583 126	250 819
Narodowy Bank Polski	285 912 706	20 013 889	280 820 283	19 657 420
Banca Națională a României	-	-	145 099 313	10 156 952
Banka Slovenije	18 613 819	1 302 967	-	-
Národná banka Slovenska	39 770 691	2 783 948	38 970 814	2 727 957
Sveriges Riksbank	134 292 163	9 400 451	134 298 089	9 400 866
Bank of England	800 321 860	56 022 530	802 672 024	56 187 042
<b>Sous-total pour les BCN hors zone euro</b>	<b>1 586 442 685</b>	<b>111 050 988</b>	<b>1 756 469 003</b>	<b>122 952 830</b>
<b>Total</b>	<b>5 564 669 247</b>	<b>4 089 277 550</b>	<b>5 760 652 403</b>	<b>4 127 136 230</b>

## 16 ÉVÉNEMENTS POSTÉRIEURS À LA DATE DE CLÔTURE DU BILAN

### ENTRÉE DE CHYPRE ET DE MALTE DANS LA ZONE EURO

En vertu de la décision 2007/503/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<sup>er</sup> 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 2007<sup>14</sup>, la Central Bank of Cyprus et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ont versé des montants de, respectivement, 6 691 401 euros et 3 332 307 euros au 1<sup>er</sup> janvier 2008, représentant le reliquat de leur contribution au capital de la BCE. Conformément à l'article 30.1 des statuts du SEBC, la Central Bank of Cyprus et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ont transféré à la BCE des avoirs de réserve de change d'une valeur totale équivalente à 109 953 752 euros, avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2008. Le montant total transféré a été déterminé en multipliant la valeur en euros, aux taux de change en vigueur le 31 décembre 2007, des avoirs de réserve de change déjà transférés à la BCE par le nombre de parts souscrites par les deux banques centrales 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 forme de numéraire et d'or, dans les proportions de 85 et 15, respectivement.

La Central Bank of Cyprus et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta ont reçu des créances correspondant à leurs contributions au capital libéré et aux avoirs de réserve de change et 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-Eurosysteme »).

## INSTRUMENTS DE HORS BILAN

### 17 PROGRAMME AUTOMATIQUE DE GESTION DE PRÊTS DE TITRES

Dans le cadre de la gestion de ses fonds propres, la BCE a conclu un accord relatif à un programme automatique de gestion de prêts de titres, dans le cadre duquel un intermédiaire spécialement désigné à cet effet conclut des opérations de prêt de titres pour le compte de la BCE avec un certain nombre de contreparties reconnues par la BCE comme contreparties éligibles. Dans le cadre de cet accord, il subsistait au 31 décembre 2007 des opérations de cession temporaire pour un montant de 3,0 milliards d'euros (2,2 milliards en 2006) (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 2007, 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 2007, l'encours des transactions s'élevait à :

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en devises	Montant du contrat Contre-valeur en euros
Achats	5 932 333 678
Ventes	2 105 780 978

<sup>14</sup> 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 Central Bank of Cyprus et par le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, JO L 28 du 01.02.2008 ; accord du 31 décembre 2007 entre la Banque centrale européenne et la Central Bank of Cyprus concernant la créance reçue par la Central Bank of Cyprus 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 01.02.2008 ; accord du 31 décembre 2007 entre la Banque centrale européenne et le Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta concernant la créance reçue par le Bank Ċentrali ta' Malta/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 01.02.2008.

Contrats à terme à caractère ferme de taux d'intérêt libellés en euros	Montant du contrat Contre-valeur en euros
Achats	25 000 000
Ventes	190 600 000

## 19 CONTRATS D'ÉCHANGE DE TAUX D'INTÉRÊT

Au 31 décembre 2007, le montant des contrats d'échange de taux d'intérêt s'établissait à 13 millions d'euros. Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

## 20 OPÉRATIONS À TERME SUR TITRES

Au 31 décembre 2007, le montant des opérations à terme sur titres s'élevait à 113 millions d'euros pour les achats et à 9 millions pour les cessions. Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

## 21 OPÉRATIONS DE *SWAPS* DE CHANGE ET DE CHANGE À TERME

Au 31 décembre 2007, le montant des opérations de *swaps* de change et de change à terme s'élevait à 794 millions d'euros pour les créances et à 797 millions pour les engagements. Ces opérations ont été effectuées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE.

En outre, il subsistait au 31 décembre 2007 des créances sur les BCN et des engagements envers le Système fédéral de réserve au titre du dispositif temporaire d'adjudication (*Term Auction Facility*) en dollars mis en place par le Système fédéral de réserve (cf. la note 9 « Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro »).

## 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 *Document Security Systems Inc. (DSSI)*, prétendant que la BCE avait contrefait un brevet

de DSSI<sup>15</sup> dans le cadre de la production des billets en euros. Le TPI a rejeté le recours en indemnité formé par DSSI contre la BCE<sup>16</sup>. Actuellement, la BCE a introduit des actions en vue d'obtenir l'annulation de ce brevet dans un certain nombre de pays. En outre, la BCE a la ferme conviction qu'elle n'a en aucune manière contrefait le brevet et par conséquent, contestera également toute action en contrefaçon qui pourrait être introduite par DSSI devant une juridiction nationale compétente en la matière.

<sup>15</sup> Brevet européen de DSSI n° 0455 750 B1.

<sup>16</sup> Ordonnance du Tribunal de première instance du 5 septembre 2007, Affaire T-295/05. Cette ordonnance peut être consultée à l'adresse internet suivante : [www.curia.eu](http://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 :

	2007 euros	2006 euros	Variation euros
Intérêts sur comptes courants	24 052 321	15 399 229	8 653 092
Revenus des dépôts du marché monétaire	196 784 561	195 694 549	1 090 012
Prises en pension	138 079 630	201 042 718	(62 963 088)
Revenus nets sur titres	1 036 836 752	934 077 489	102 759 263
Revenus nets d'intérêt sur opérations à terme et <i>swaps</i> en devises	19 766 033	3 853 216	15 912 817
<b>Total des produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises</b>	<b>1 415 519 297</b>	<b>1 350 067 201</b>	<b>65 452 096</b>
Charges d'intérêt sur comptes courants	(154 041)	(225 549)	71 508
Mises en pension	(60 476 997)	(31 598 416)	(28 878 581)
Charges nettes d'intérêt sur contrats d'échange de taux d'intérêt	(891)	0	(891)
<b>Produits d'intérêt au titre des avoirs de réserve en devises (nets)</b>	<b>1 354 887 368</b>	<b>1 318 243 236</b>	<b>36 644 132</b>

#### 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 2007 reflète à la fois l'accroissement général des billets en euros en circulation et les relèvements du taux des opérations principales de refinancement de la BCE. Ces produits sont répartis entre les BCN comme indiqué dans la rubrique « Les billets en circulation » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables.

Sur la base des estimations des résultats financiers de la BCE pour l'exercice se clôturant le 31 décembre 2007, le Conseil des gouverneurs a décidé de ne pas procéder au versement de l'intégralité de ces produits.

#### 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 (3,9 milliards d'euros contre 2,5 milliards en 2006) et les charges d'intérêt (3,8 milliards contre 2,4 milliards en 2006) résultant des transactions TARGET/TARGET2. Les produits et charges d'intérêt relatifs à d'autres créances et engagements libellés en euros figurent également dans cette rubrique.

## 24 PLUS/MOINS-VALUES RÉALISÉES SUR OPÉRATIONS FINANCIÈRES

Les plus/moins-values nettes réalisées sur les opérations financières en 2007 ont été les suivantes :

	2007 euros	2006 euros	Variation euros
Plus-values/ (moins-values) nettes réalisées sur titre et sur contrats à terme sur taux d'intérêt	69 252 941	(103 679 801)	172 932 742
Plus-values nettes de change réalisées	709 294 272	579 060 509	130 233 763
Plus-values réalisées sur opérations financières	778 547 213	475 380 708	303 166 505

## 25 MOINS-VALUES LATENTES SUR ACTIFS FINANCIERS ET POSITIONS DE CHANGE

	2007 euros	2006 euros	Variation euros
Moins- values latentes sur titres	(15 864 181)	(73 609 623)	57 745 442
Moins- values latentes sur contrats d'échange de taux d'intérêt	(18 899)	0	(18 899)
Moins- values latentes de change	(2 518 369 734)	(644 857 885)	(1 873 511 849)
Total	(2 534 252 814)	(718 467 508)	(1 815 785 306)

Ces moins-values de change résultent principalement de l'ajustement des coûts d'acquisition moyen des avoirs en dollars et en yens de la BCE à leurs taux de change de fin d'exercice, pour prendre en compte la dépréciation de ces monnaies vis-à-vis de l'euro durant l'année.

## 26 CHARGE NETTE DE COMMISSIONS

	2007 euros	2006 euros	Variation euros
Commissions (produits)	263 440	338 198	(74 758)
Commissions (charges)	(885 131)	(884 678)	(453)
Charge nette de commissions	(621 691)	(546 480)	(75 211)

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.

## 29 CHARGES DE PERSONNEL

Les traitements et indemnités, les cotisations au régime d'assurance maladie et les coûts divers (141,7 millions d'euros, après 133,4 millions en 2006) 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 (1,0 million en 2006), 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 pas imposables ni soumises à retenue pour pension. Le régime de retraite applicable au Directoire est décrit sous la rubrique « Le plan de retraite de la BCE et autres avantages postérieurs à l'emploi » dans les notes relatives aux règles et méthodes comptables.

Les traitements de base versés aux membres du Directoire durant l'année ont été les suivants :

	2007 euros	2006 euros
Jean-Claude Trichet (président)	345 252	338 472
Lucas D. Papademos (vice-président)	295 920	290 112
Gertrude Tumpel-Gugerell (membre du Directoire)	246 588	241 752
José Manuel González-Páramo (membre du Directoire)	246 588	241 752
Lorenzo Bini Smaghi (membre du Directoire)	246 588	241 752
Otmar Issing (membre du Directoire jusqu'en mai 2006)	-	100 730
Jürgen Stark (membre du Directoire depuis juin 2006)	246 588	141 022
Total	1 627 524	1 595 592

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 579 842 euros (557 421 en 2006), portant le montant total des émoluments à 2 207 366 euros (2 153 013 en 2006).

Des indemnités temporaires sont versées aux anciens membres du Directoire pendant un certain temps après la fin de leur mandat. En 2007, ces indemnités et les cotisations de la BCE aux régimes d'assurance maladie et accidents se sont élevées à 52 020 euros (292 280 en 2006). 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 249 902 euros (121 953 en 2006).

Ce poste inclut également un montant de 27,2 millions d'euros (27,4 millions en 2006) 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 2007, le nombre effectif, en équivalent temps plein, des personnes titulaires d'un contrat à durée indéterminée ou d'un contrat à durée déterminée s'élevait à 1 375<sup>17</sup>, dont 149 occupaient des postes de direction. Les mouvements de personnel suivants ont été observés en 2007 :

	2007	2006
Au 1 <sup>er</sup> janvier	1 342	1 338
Nouveaux membres du personnel <sup>1)</sup>	82	54
Démissions/fin de contrat <sup>2)</sup>	49	50
Au 31 décembre	1 375	1 342
Effectif moyen	1 366	1 337

1) Cette rubrique comprend également les effets du passage de l'emploi à temps partiel à l'emploi à temps plein.  
2) Cette rubrique comprend également les effets du passage de l'emploi à temps plein à l'emploi à temps partiel.

Les effectifs au 31 décembre 2007 comprennent 79 personnes (en équivalent temps plein) en congé sans solde ou en congé parental (63 en 2006) et 21 en congé de maternité (10 en 2006). En outre, au 31 décembre 2007, la BCE employait 71 personnes (équivalent temps plein) dans le cadre de contrats à court terme pour remplacer le personnel en congé sans solde, en congé parental ou en congé de maternité (70 en 2006).

La BCE offre également au personnel des autres banques centrales du SEBC des possibilités de détachement temporaire à la BCE, et les coûts correspondants sont inclus dans cette rubrique. Au 31 décembre 2007, 76 employés du SEBC participaient à ce programme (61 en 2006).

### 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.

17 Jusqu'en 2006, cette note recensait l'équivalent temps plein de l'ensemble des engagements contractuels à durée indéterminée et à durée déterminée. À compter de 2007, il a été décidé de recenser le nombre effectif, en équivalent temps plein, des personnes titulaires d'un contrat à durée indéterminée ou à durée déterminée, considéré comme étant plus pertinent pour les utilisateurs des états financiers. Les chiffres de 2006 ont été ajustés en conséquence.



## Independent auditor's report

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2007, 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 judgment, 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 2007 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, 26 February 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter  
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer  
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 KPMG fait foi.**

## **Rapport du commissaire aux comptes indépendant**

Au Président et au Conseil des gouverneurs  
de la Banque centrale européenne  
Francfort-sur-le-Main

Nous avons vérifié les comptes annuels ci-joints de la Banque centrale européenne, qui comprennent le bilan au 31 décembre 2007, 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 2007 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, 26 février 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
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 2007.*

### REVENU LIÉ À LA PART DE LA BCE DANS LE TOTAL DES BILLETS EN CIRCULATION

En 2006, à la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, un revenu de 1 319 millions d'euros lié à la part de la BCE dans le total des billets en circulation a été conservé afin d'assurer que la distribution totale du bénéfice de la BCE pour l'année ne dépasse pas le bénéfice net pour l'exercice. De même, en 2007, un montant de 2 004 millions d'euros a été conservé. Ces deux montants représentent la totalité du revenu issu de la part de la BCE dans le total des billets en euros en circulation au cours des deux années considérées.

ramené le bénéfice net à très exactement zéro. Par conséquent, comme en 2005 et 2006, il n'a pas été effectué de transfert au fonds de réserve général ni de distribution de bénéfice aux détenteurs de parts de la BCE. Il n'a pas non plus été nécessaire de couvrir une perte.

### RÉPARTITION DES BÉNÉFICES/COUVERTURE DES PERTES

Conformément à l'article 33 des statuts du SEBC, le bénéfice net de la BCE doit être transféré dans l'ordre suivant :

- (a) un montant à déterminer par le Conseil des gouverneurs, qui ne peut dépasser 20 % du bénéfice net, est transféré au fonds de réserve général dans la limite de 100 % du capital ; et
- (b) le bénéfice net restant est distribué aux détenteurs de parts de la BCE proportionnellement aux parts qu'ils ont libérées.

Si la BCE enregistre une perte, celle-ci est couverte par le fonds de réserve général de la BCE et, si nécessaire, après décision du Conseil des gouverneurs, par le revenu monétaire de l'exercice financier concerné au prorata et jusqu'à concurrence des montants alloués aux BCN, conformément à l'article 32.5 des Statuts<sup>1</sup>.

En 2007, la constitution d'une provision à hauteur de 286 millions d'euros pour risques de change, de taux d'intérêt et de variation du cours de l'or a

<sup>1</sup> L'article 32.5 des statuts du SEBC précise que la somme des revenus monétaires des BCN est répartie entre elles proportionnellement à leurs parts libérées dans le capital de la BCE.



# 5 BILAN CONSOLIDÉ DE L'EUROSYSTÈME AU 31 DÉCEMBRE 2007

(EN MILLIONS D'EUROS)

ACTIF	31 DÉCEMBRE 2007 <sup>1</sup>	31 DÉCEMBRE 2006
<b>1 Avoirs et créances en or</b>	<b>201 545</b>	<b>176 768</b>
<b>2 Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>135 133</b>	<b>142 288</b>
2.1 Créances sur le FMI	9 058	10 658
2.2 Comptes auprès des banques, titres, prêts et autres actifs en devises	126 075	131 630
<b>3 Créances en devises sur des résidents de la zone euro</b>	<b>41 973</b>	<b>23 404</b>
<b>4 Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro</b>	<b>13 835</b>	<b>12 292</b>
4.1 Comptes auprès des banques, titres et prêts	13 835	12 292
4.2 Facilité de crédit consentie dans le cadre du MCE II	0	0
<b>5 Concours en euros à des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire</b>	<b>637 175</b>	<b>450 541</b>
5.1 Opérations principales de refinancement	368 606	330 453
5.2 Opérations de refinancement à plus long terme	268 476	120 000
5.3 Opérations de réglage fin	0	0
5.4 Opérations structurelles	0	0
5.5 Facilité de prêt marginal	91	88
5.6 Appels de marge versés	2	0
<b>6 Autres créances en euros sur des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>23 898</b>	<b>11 036</b>
<b>7 Titres en euros émis par des résidents de la zone euro</b>	<b>96 044</b>	<b>77 614</b>
<b>8 Créances en euros sur des administrations publiques</b>	<b>37 063</b>	<b>39 359</b>
<b>9 Autres actifs</b>	<b>321 315</b>	<b>216 728</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>1 507 981</b>	<b>1 150 030</b>

Les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme des composantes en raison des arrondis.

1. Les chiffres consolidés au 31 décembre 2007 incluent également la Banka Slovenije qui est membre de l'Eurosystème depuis le 1er janvier 2007

PASSIF	31 DÉCEMBRE 2007	31 DÉCEMBRE 2006
<b>1 Billets en circulation</b>	<b>676 678</b>	<b>628 238</b>
<b>2 Engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire</b>	<b>379 181</b>	<b>174 051</b>
2.1 Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	267 335	173 482
2.2 Facilité de dépôt	8 831	567
2.3 Reprises de liquidités en blanc	101 580	0
2.4 Opérations de réglage fin	0	0
2.5 Appels de marge reçus	1 435	2
<b>3 Autres engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro</b>	<b>126</b>	<b>65</b>
<b>4 Certificats de dette émis</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro</b>	<b>46 183</b>	<b>53 374</b>
5.1 Administrations publiques	38 116	45 166
5.2 Autres engagements	8 067	8 208
<b>6 Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>45 095</b>	<b>16 614</b>
<b>7 Engagements en devises envers des résidents de la zone euro</b>	<b>2 490</b>	<b>89</b>
<b>8 Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro</b>	<b>15 552</b>	<b>12 621</b>
8.1 Dépôts, comptes et autres engagements	15 552	12 621
8.2 Facilité de crédit contractée dans le cadre du MCE II	0	0
<b>9 Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI</b>	<b>5 278</b>	<b>5 582</b>
<b>10 Autres passifs</b>	<b>123 174</b>	<b>71 352</b>
<b>11 Comptes de réévaluation</b>	<b>147 122</b>	<b>121 887</b>
<b>12 Capital et réserves</b>	<b>67 102</b>	<b>66 157</b>
<b>Total du passif</b>	<b>1 507 981</b>	<b>1 150 030</b>



# ANNEXES

## INSTRUMENTS JURIDIQUES ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau suivant présente les instruments juridiques adoptés par la BCE en 2007 et début 2008 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/2007/1	Décision de la Banque centrale européenne du 17 avril 2007 portant adoption de dispositions d'application en ce qui concerne la protection des données à la Banque centrale européenne	JO L 116, 04.05.2007
BCE/2007/2	Orientation de la Banque centrale européenne du 26 avril 2007 relative au système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel (TARGET2)	JO L 237, 08.09.2007
BCE/2007/3	Orientation de la Banque centrale européenne du 31 mai 2007 modifiant l'orientation BCE/2004/15 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne concernant les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale et le cadre de diffusion des données sur les réserves de change	JO L 159, 20.06.2007
BCE/2007/4	Recommandation de la Banque centrale européenne du 31 mai 2007 modifiant la recommandation BCE/2004/16 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la Banque centrale européenne concernant les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure globale et le cadre de diffusion des données sur les réserves de change	JO C 136, 20.06.2007
BCE/2007/5	Décision de la Banque centrale européenne du 3 juillet 2007 fixant les règles de passation des marchés	JO L 184, 14.07.2007
BCE/2007/6	Orientation de la Banque centrale européenne du 20 juillet 2007 modifiant l'orientation BCE/2006/28 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	JO L 196, 28.07.2007
BCE/2007/7	Décision de la Banque centrale européenne du 24 juillet 2007 relative aux modalités de TARGET2-BCE	JO L 237, 08.09.2007

BCE/2007/8	Règlement de la Banque centrale européenne du 27 juillet 2007 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement	JO L 211, 11.08.2007
BCE/2007/9	Orientation de la Banque centrale européenne du 1 <sup>er</sup> août 2007 relative aux statistiques monétaires, des institutions financières et des marchés de capitaux (refonte)	JO L 341, 27.12.2007
BCE/2007/10	Orientation de la Banque centrale européenne du 20 septembre 2007 portant modification des annexes I et II de l'orientation BCE/2000/7 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème	JO L 284, 30.10.2007
BCE/2007/11	Règlement de la Banque centrale européenne du 9 novembre 2007 portant dispositions transitoires pour l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne à la suite de l'introduction de l'euro à Chypre et à Malte	JO L 300, 17.11.2007
BCE/2007/12	Recommandation de la Banque centrale européenne du 15 novembre 2007 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation du commissaire aux comptes extérieur de la Central Bank of Cyprus	JO C 277, 20.11.2007
BCE/2007/13	Orientation de la Banque centrale européenne du 15 novembre 2007 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 311, 29.11.2007
BCE/2007/14	Orientation de la Banque centrale européenne du 15 novembre 2007 modifiant l'orientation BCE/2005/5 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 311, 29.11.2007
BCE/2007/15	Décision de la Banque centrale européenne du 22 novembre 2007 modifiant la décision BCE/2001/16 concernant la répartition du revenu monétaire des banques centrales nationales des États membres participants à compter de l'exercice 2002	JO L 333, 19.12.2007
ECB/2007/16	Décision de la Banque centrale européenne du 23 novembre 2007 relative à l'approbation du volume de l'émission de pièces en 2008	JO L 317, 05.12.2007
BCE/2007/17	Recommandation de la Banque centrale européenne du 29 novembre 2007 au Conseil de l'Union européenne concernant la désignation des commissaires aux comptes extérieur du Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	JO C 304, 15.12.2007

BCE/2007/18	Règlement de la Banque centrale européenne du 29 novembre 2007 modifiant le règlement BCE/2001/13 concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires	JO L 330, 15.12.2007
BCE/2007/19	Décision de la Banque centrale européenne du 7 décembre 2007 modifiant la décision BCE/2001/15 du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros	JO L 1, 04.01.2008
BCE/2007/20	Orientation de la Banque centrale européenne du 17 décembre 2007 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 42, 16.02.2008
BCE/2007/21	Décision de la Banque centrale européenne du 17 décembre 2007 modifiant la décision BCE/2006/17 concernant les comptes annuels de la Banque centrale européenne	JO L 42, 16.02.2008
BCE/2007/22	Décision de la Banque centrale européenne 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 Central Bank of Cyprus et par le Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	JO L 28, 01.02.2008
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

## AVIS ADOPTÉS PAR LA BCE

Le tableau ci-après présente les avis adoptés par la BCE en 2007 et début 2008 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 membre<sup>1</sup>

Numéro <sup>2</sup>	Origine de la consultation	Objet
CON/2007/1	Chypre	Cadre juridique relatif à l'adoption de l'euro et destiné à permettre un passage harmonieux à l'euro
CON/2007/2	Hongrie	Établissement d'un système de déclaration directe pour les statistiques de la balance des paiements
CON/2007/3	Irlande	Titres sécurisés par des actifs
CON/2007/5	Slovénie	Émission de pièces commémoratives et de pièces de collection en euros
CON/2007/6	Allemagne	Modification du statut de la Deutsche Bundesbank concernant le nombre et la nomination des membres de son directoire
CON/2007/7	Pays-Bas	Surveillance des services de compensation et de règlement livraison
CON/2007/8	République tchèque	Certaines missions de la Česká národní banka dans le domaine de la protection des consommateurs
CON/2007/10	Hongrie	Modifications de la loi sur la prévention du blanchiment de capitaux et la lutte contre celui-ci concernant les régimes de sanctions et de surveillance et leur champ d'application à la banque centrale nationale
CON/2007/12	Lettonie	Instruments de politique monétaire et système de règlement des opérations sur titres de la Latvijas Banka
CON/2007/13	Grèce	Modifications du statut de la Bank of Greece en vue de l'adapter aux développements du dispositif de garanties de l'Eurosystème et de garantir le bon fonctionnement des systèmes de paiement
CON/2007/14	Hongrie	Modifications au statut de la Magyar Nemzeti Bank relatives à la structure et à la gouvernance de la Magyar Nemzeti Bank

<sup>1</sup> En décembre 2004, le Conseil des gouverneurs a décidé que les avis de la BCE émis à la demande des autorités nationales seraient en règle générale publiés immédiatement après leur adoption et transmission à l'autorité consultante.

<sup>2</sup> Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

Numéro <sup>2</sup>	Origine de la consultation	Objet
CON/2007/15	Grèce	Surveillance des établissements de crédit et des institutions financières, et garanties éligibles aux opérations de politique monétaire
CON/2007/16	Malte	Mode de calcul relatif à la constitution de réserves obligatoires et procédures connexes
CON/2007/17	Italie	Réglementation et surveillance des marchés et fonctionnement des autorités compétentes indépendantes
CON/2007/18	Slovénie	Modifications à la loi sur les opérations relatives à l'accès aux données du registre des comptes d'opérations
CON/2007/21	Allemagne	Introduction d'un nouvel environnement réglementaire et de surveillance aux fins d'améliorer la compétitivité internationale du secteur des fonds de placement, harmonisant la législation avec la directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)
CON/2007/22	Roumanie	Régime des réserves obligatoires
CON/2007/23	Roumanie	Réglementation par la banque centrale des établissements financiers non bancaires
CON/2007/24	Roumanie	Déclaration statistique des actifs et passifs inscrits au bilan des établissements financiers non bancaires
CON/2007/25	Espagne	Modifications de la législation relative aux systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres en vue de TARGET2
CON/2007/26	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/2007/27	Roumanie	Surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement par la Banca Națională a României
CON/2007/28	Pologne	Règles régissant le tri et le conditionnement des billets et des pièces

Numéro <sup>2</sup>	Origine de la consultation	Objet
CON/2007/29	Portugal	Instauration d'un régime de protection des consommateurs dans le cadre du rôle prudentiel du Banco de Portugal
CON/2007/31	Pologne	Réforme de la surveillance du système financier, en particulier en ce qui concerne le Narodowy Bank Polski
CON/2007/32	Allemagne	Modernisation de la structure de surveillance de l'autorité fédérale de surveillance du secteur financier (BaFin)
CON/2007/33	Autriche	Réforme de la surveillance financière
CON/2007/34	Pologne	Modification du régime des réserves obligatoires en ce qui concerne les scissions de banques
CON/2007/36	Slovénie	Nouvelles fonctions de la Banka Slovenije relatives à la prévention du blanchiment de capitaux
CON/2007/37	Belgique	Mise en œuvre de la suppression des titres au porteur en ce qui concerne les actions émises par la Banque nationale de Belgique
CON/2007/38	Slovénie	Surveillance des opérations de change en espèces
CON/2007/39	Chypre	Champ d'application de la protection des monnaies ayant cours légal contre le faux monnayage et autres activités illicites
CON/2007/40	Bulgarie	Introduction d'un régime d'agrément pour les entités fournissant des services de transfert de fonds
CON/2007/41	Allemagne	Dispositions applicables à la déclaration des paiements et des investissements directs dans les territoires nationaux et étrangers, dans le cadre de la création de l'espace unique de paiements en euros
CON/2007/43	Slovaquie	Cadre juridique prévu en vue de l'adoption de l'euro
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

Numéro <sup>2</sup>	Origine de la consultation	Objet
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

**(b) Avis de la BCE faisant suite à une consultation émanant d'une institution européenne<sup>3</sup>**

Numéro <sup>4</sup>	Origine de la consultation	Objet	Référence au JO
CON/2007/4	Conseil de l'UE	Introduction d'une nouvelle procédure de comitologie dans huit directives du plan d'action pour les services financiers	JO C 39, 23.02.2007
CON/2007/9	Conseil de l'UE	Règlement relatif aux statistiques sur les emplois vacants dans la Communauté	JO C 86, 20.04.2007
CON/2007/11	Conseil de l'UE	Recensement et classement des infrastructures critiques européennes	JO C 116, 26.05.2007
CON/2007/19	Conseil de l'UE	Introduction de l'euro à Chypre et à Malte, et taux de conversion vis-à-vis de l'euro de la livre chypriote et de la lire maltaise	JO C 160, 13.07.2007
CON/2007/20	Conseil de l'UE	Mandat de la conférence intergouvernementale de rédiger un traité modifiant les traités actuels	JO C 160, 13.07.2007

<sup>3</sup> Également publiés sur le site internet de la BCE

<sup>4</sup> Les consultations sont numérotées dans l'ordre de leur adoption par le Conseil des gouverneurs.

<b>Numéro<sup>4</sup></b>	<b>Origine de la consultation</b>	<b>Objet</b>	<b>Référence au JO</b>
CON/2007/30	Conseil de l'UE	Échantillonnage, remplacement et ajustement de la qualité relatifs aux indices des prix à la consommation harmonisés	JO C 248, 23.10.2007
CON/2007/35	Conseil de l'UE	Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux statistiques européennes	JO C 291, 05.12.2007
CON/2007/42	Conseil de l'UE	Autorisation des transferts de faux billets et de fausses pièces entre les autorités nationales compétentes, ainsi que les institutions et organes de l'UE, aux fins de la détection des faux	JO C 27, 31.01.2008



# CHRONOLOGIE DES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES PAR L'EUROSYSTÈME<sup>1</sup>

## 12 JANVIER, 2 FÉVRIER 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,25 %, 3,25 % et 1,25 %.

## 6 JUILLET 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,75 %, 3,75 % et 1,75 %.

## 2 MARS 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 2,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 8 mars 2006. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 3,50 % et 1,50 % avec effet au 8 mars 2006.

## 3 AOÛT 2006

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 %, à compter de l'opération devant être réglée le 9 août 2006. 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 % et 2 % avec effet au 9 août 2006.

## 6 AVRIL, 4 MAI 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 2,50 %, 3,50 % et 1,50 %.

## 31 AOÛT 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3 %, 4 % et 2 %.

## 8 JUIN 2006

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 2,75 %, à compter de l'opération devant être réglée le 15 juin 2006. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 3,75 % et 1,75 % avec effet au 15 juin 2006.

## 5 OCTOBRE 2006

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 3,25 %, à compter de l'opération devant être réglée le 11 octobre 2006. 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,

<sup>1</sup> La chronologie des mesures de politique monétaire adoptées par l'Eurosystème de 1999 à 2005 peut être consultée dans le *Rapport annuel* de la BCE des années correspondantes.

respectivement, 4,25 % et 2,25 % avec effet au 11 octobre 2006.

## **2 NOVEMBRE 2006**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,25 %, 4,25 % et 2,25 %.

## **7 DÉCEMBRE 2006**

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 3,50 %, à compter de l'opération devant être réglée le 13 décembre 2006. 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, 4,50 % et 2,50 % avec effet au 13 décembre 2006.

## **21 DÉCEMBRE 2006**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de porter de 40 milliards d'euros à 50 milliards le montant qui sera proposé à l'adjudication lors de chacune des opérations de refinancement à plus long terme devant être effectuées en 2007. Cette décision prend en considération les éléments suivants : le besoin de refinancement du système bancaire de la zone euro s'est fortement accru au cours des dernières années et devrait encore augmenter en 2007. Par conséquent, l'Eurosystème a décidé d'accroître légèrement la part du besoin de refinancement allouée par la voie des opérations de refinancement à plus long terme. Toutefois, l'Eurosystème continuera de fournir l'essentiel de la liquidité par le canal de ses opérations principales de refinancement. Le Conseil des gouverneurs pourrait décider de réviser une nouvelle fois ce montant début 2008.

## **11 JANVIER, 8 FÉVRIER 2007**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 3,50 %, 4,50 % et 2,50 %.

## **8 MARS 2007**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide de relever le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de 0,25 point de pourcentage, à 3,75 % à compter de l'opération devant être réglée le 14 mars 2007. En outre, il décide de relever de 0,25 point de pourcentage le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt à, respectivement, 4,75 % et 2,75 % avec effet au 14 mars 2007.

## **12 AVRIL, 10 MAI 2007**

Le Conseil des gouverneurs de la BCE décide que le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement ainsi que les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et 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 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 de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 4 %, 5 % et 3 %.



# DOCUMENTS PUBLIÉS PAR LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DEPUIS 2007

Cette liste est destinée à informer les lecteurs d'une sélection de documents publiés par la Banque centrale européenne depuis janvier 2007. Concernant les documents de travail, la liste ne mentionne que ceux publiés entre décembre 2007 et février 2008. 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](mailto: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 ANNUEL <sup>1)</sup>**

Rapport annuel 2006, avril 2007

## **RAPPORT SUR LA CONVERGENCE**

Rapport sur la convergence, mai 2007

## **ARTICLES PARUS DANS LE BULLETIN MENSUEL <sup>1)</sup>**

- « Élargissement de l'UE et des économies de la zone euro », janvier 2007
- « Évolution des caractéristiques structurelles des marchés du travail de la zone euro au cours de la dernière décennie », janvier 2007
- « Mise en perspective de l'expansion économique de la Chine », janvier 2007
- « Défis à relever en matière de soutenabilité des finances publiques dans la zone euro », février 2007
- « Dispositifs de l'UE pour la gestion des crises financières », février 2007
- « Transferts de fonds des travailleurs migrants vers les régions voisines de l'UE », février 2007
- « La communication de la politique monétaire aux marchés financiers », avril 2007
- « Différentiels de croissance au sein de la zone euro : sources et implications », avril 2007
- « Écart entre déficit public et dette publique », avril 2007
- « Mesures et perceptions de l'inflation dans la zone euro », mai 2007
- « Concurrence et performances économiques au sein du secteur des services de la zone euro », mai 2007
- « Les déterminants de la croissance dans les États membres de l'UE d'Europe centrale et orientale », mai 2007
- « Rachats d'actions par les entreprises au sein de la zone euro », mai 2007
- « Interprétation des évolutions monétaires intervenues depuis mi-2004 », juillet 2007
- « Principales caractéristiques structurelles, évolutions économiques et recyclage de la rente pétrolière des pays exportateurs de pétrole », juillet 2007
- « Ajustement des déséquilibres mondiaux dans un monde en cours d'intégration financière », août 2007
- « Le financement des petites et moyennes entreprises dans la zone euro », août 2007
- « Opérations de rachat d'entreprises avec effet de levier et stabilité financière », août 2007
- « Évolutions à long terme des prêts des IFM aux ménages dans la zone euro : principales tendances et déterminants », octobre 2007

<sup>1</sup> La version française peut être obtenue auprès du service *Documentation* de la Banque nationale de Belgique et du service des *Relations avec le public* de la Banque de France.

- « Les dispositifs de garanties du Système fédéral de réserve, de la Banque du Japon et de l'Eurosystème », octobre 2007
- « Circulation fiduciaire, approvisionnement en billets en euros et travaux préparatoires sur la deuxième série de billets », octobre 2007
- « Mutations structurelles et consolidation des marchés boursiers : implications pour l'efficacité du système financier et la politique monétaire », novembre 2007
- « L'introduction de statistiques de comptes trimestriels par secteurs pour la zone euro », novembre 2007
- « 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

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Recueil mensuel statistique sous format de poche, disponible depuis août 2003

#### **DOCUMENTS DE TRAVAIL SUR DES QUESTIONS JURIDIQUES**

- 4 "Privileges and immunities of the European Central Bank" par G. Gruber et M. Benisch, juin 2007
- 5 "Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States" par K. Drēviņa, K. Laurinavičius et A. Tupits, juillet 2007

#### **ÉTUDES CONCERNANT DES SUJETS SPÉCIFIQUES**

- 55 "Globalisation and euro area trade: interactions and challenges" par U. Baumann et F. di Mauro, février 2007
- 56 "Assessing fiscal soundness: theory and practice" par N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother et J.-P. Vidal, mars 2007
- 57 "Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe" par S. Herrmann et E. K. Polgar, mars 2007
- 58 "Long-term growth prospects for the Russian economy" par R. Beck, A. Kamps et E. Mileva, mars 2007
- 59 "The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience" par C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler et T. Rautanen, avril 2007
- 60 "Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa" par U. Böwer, A. Geis et A. Winkler, avril 2007
- 61 "Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach" par O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyła, L. Rawdanowicz, R. Serafini et T. Zumer, avril 2007
- 62 "Inflation-linked bonds from a central bank perspective" par J. A. Garcia et A. van Rixtel, juin 2007
- 63 "Corporate finance in the euro area – including background material" par un groupe de travail du Comité de la politique monétaire du SEBC, juin 2007

- 64 “The use of portfolio credit risk models in central banks” par un groupe de travail du Comité des opérations de marché du SEBC, juillet 2007
- 65 “The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations” par F. Coppens, F. González et G. Winkler, juillet 2007
- 66 “Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature” par N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert et G. Vitale, juillet 2007
- 67 “Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers” par J.-M. Israël et C. Sánchez Muñoz, juillet 2007
- 68 “The securities custody industry” par D. Chan, F. Fontan, S. Rosati et D. Russo, août 2007
- 69 “Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy” par M. Sturm et F. Gurtner, août 2007
- 70 “The search for Columbus’ egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF” par M. Skala, C. Thimann et R. Wölfinger, août 2007
- 71 “The economic impact of the Single Euro Payments Area” par H. Schmiedel, août 2007
- 72 “The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe” par P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou et M. Lo Duca, septembre 2007
- 73 “Reserve accumulation: objective or by-product?” par J. O. de Beaufort Wijnholds et L. Søndergaard, septembre 2007
- 74 “Analysis of revisions to general economic statistics” par H. C. Dieden et A. Kanutin, octobre 2007
- 75 “The role of the other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area” ouvrage édité par P. Moutot et coordonné par D. Gerdesmeier, A. Lojschová et J. von Landesberger, octobre 2007
- 76 “Prudential and oversight requirements for securities settlement” par D. Russo, G. Caviglia, C. Papanthassiou et S. Rosati, décembre 2007
- 77 “Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing” par E. Mileva et N. Siegfried, décembre 2007
- 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

#### **BULLETINS DE LA RECHERCHE**

“Research Bulletin” n° 6, juin 2007

#### **DOCUMENTS DE TRAVAIL**

- 836 “Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters” par J. A. García et A. Manzanares, décembre 2007
- 837 “Monetary policy and core inflation” par M. Lenza, décembre 2007
- 838 “Securitisation and the bank lending channel” par Y. Altunbas, L. Gambacorta et D. Marqués, décembre 2007
- 839 “Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries” par M. M. Habib et M. Manolova Kalamova, décembre 2007
- 840 “Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFP procedure” par P. Du Caju, C. Fuss et L. Wintr, décembre 2007

- 841 “Should we take inside money seriously?” par L. Stracca, décembre 2007
- 842 “Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies” par G. Ferrucci et C. Miralles, décembre 2007
- 843 “Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges” par T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula et J.-P. Vidal, décembre 2007
- 844 “Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU” par A. Afonso et D. Furceri, décembre 2007
- 845 “Run-prone banking and asset markets” par M. Hoerova, décembre 2007
- 846 “Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data” par C. Altavilla et M. Ciccarelli, décembre 2007
- 847 “Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union” par G. Ottaviano, D. Taglioni et F. di Mauro, décembre 2007
- 848 “Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU” par A. Afonso et J. González Alegre, janvier 2008
- 849 “Government size, composition, volatility and economic growth” par A. Afonso et D. Furceri, janvier 2008
- 850 “Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling” par G. Camba-Méndez et G. Kapetanios, janvier 2008
- 851 “Investigating inflation persistence across monetary regimes” par L. Benati, janvier 2008
- 852 “Determinants of economic growth: will data tell?” par A. Ciccone et M. Jarocinski, janvier 2008
- 853 “The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited” par M. Hagedorn et I. Manovskii, janvier 2008
- 854 “How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins” par C. Fuss, janvier 2008
- 855 “Assessing the factors behind oil price changes” par S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann et M. Mann, janvier 2008
- 856 “Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors” par R. Christopoulou et P. Vermeulen, janvier 2008
- 857 “Housing and equity wealth effects of Italian households” par C. Grant et T. Peltonen, janvier 2008
- 858 “International transmission and monetary policy cooperation” par G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets et R. Straub, janvier 2008
- 859 “Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives” par F. Fornari, janvier 2008
- 860 “Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model” par M. Sánchez, janvier 2008
- 861 “Income distribution determinants and public spending efficiency” par A. Afonso, L. Schuknecht et V. Tanzi, janvier 2008
- 862 “Stock market volatility and learning” par K. Adam, A. Marcet et J. P. Nicolini, février 2008
- 863 “Population ageing and public pension reforms in a small open economy” par C. Nickel, P. Rother et A. Theophilopoulou, février 2008
- 864 “Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects” par A. Afonso et M. St. Aubyn, février 2008
- 865 “Explaining the Great Moderation: it is not the shocks” par D. Giannone, M. Lenza et L. Reichlin, février 2008
- 866 “VAR analysis and the Great Moderation” par L. Benati et P. Surico, février 2008
- 867 “Do monetary indicators lead euro area inflation?” par B. Hofmann, février 2008

- 868 “Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings” par M. Ehrmann et M. Fratzscher, février 2008
- 869 “The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data” par N. Cassola, février 2008
- 870 “Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty” par P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman et R. Pierse, février 2008
- 871 “The impact of capital flows on domestic investment in transition economies” par E. Mileva, février 2008
- 872 “Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis” par H. Buddelmeyer, G. Mourre et M. Ward, février 2008
- 873 “The Feldstein-Horioka fact” par D. Giannone et M. Lenza, février 2008
- 874 “How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?” par L. Coroneo, K. Nyholm et R. Vidova-Koleva, février 2008
- 875 “Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area” par O. Castrén, S. Déés et F. Zaher, février 2008
- 876 “Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?” par M. Andersson et A. D’Agostino, février 2008

#### AUTRES PUBLICATIONS

- “Government finance statistics guide”, janvier 2007
- “Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”<sup>2</sup>, janvier 2007
- “Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament”<sup>2</sup>, janvier 2007
- “Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, février 2007
- “List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”, février 2007 (uniquement en ligne)
- “Financial statistics for a global economy – proceedings of the 3rd ECB conference on statistics”, février 2007
- “Euro Money Market Study 2006”, février 2007 (uniquement en ligne)
- “Monetary financial institutions and markets statistics sector manual”, mars 2007
- “Financial integration in Europe”, mars 2007
- “TARGET 2-Securities – The blueprint”, mars 2007 (uniquement en ligne)
- “TARGET 2-Securities – Technical feasibility”, mars 2007 (uniquement en ligne)
- “TARGET 2-Securities – Operational feasibility”, mars 2007 (uniquement en ligne)
- “TARGET 2-Securities – Legal feasibility”, mars 2007 (uniquement en ligne)
- “TARGET 2-Securities – Economic feasibility”, mars 2007 (uniquement en ligne)
- “Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System”, avril 2007
- “How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins”, avril 2007
- “Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU”, avril 2007
- “TARGET Annual Report 2006”, mai 2007 (uniquement en ligne)
- “European Union balance of payments: international investment position statistical methods”, mai 2007

2 Ce document peut être consulté en français sur le site internet de la BCE.

“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables”, mai 2007 (uniquement en ligne)  
 “The euro bonds and derivatives markets”, juin 2007 (uniquement en ligne)  
 “Review of the international role of the euro”, juin 2007  
 “Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications”, juin 2007  
 “Financial Stability Review”, juin 2007  
 “Monetary policy: a journey from theory to practice”, juin 2007  
 “Eurosystème staff macroeconomic projections for the euro area”<sup>2</sup>, juin 2007 (uniquement en ligne)  
 “The Eurosystème policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions”, juillet 2007 (uniquement en ligne)  
 “Fifth SEPA progress report”<sup>2</sup>, juillet 2007 (uniquement en ligne)  
 “Potential impact of Solvency II on financial stability”, juillet 2007  
 “The role of central counterparties – issues related to central counterparty clearing”, Conférence BCE-Fed de Chicago 3 et 4 avril 2006, juillet 2007  
 “European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions”, juillet 2007  
 “Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)”, Vol. 1: euro area countries, Vol. 2: non-euro area countries, août 2007  
 “EU banking structures”, octobre 2007 (uniquement en ligne)  
 “TARGET2-Securities progress report”, octobre 2007 (uniquement en ligne)  
 “Fifth progress report on TARGET2” contenant l’annexe 1 “Information guide for TARGET2 users” (version 1.0), l’annexe 2 “User information guide to TARGET2 pricing” et l’annexe 3 “TARGET2 compensation scheme, claim form”, octobre 2007 (uniquement en ligne)  
 “EU banking sector stability”, novembre 2007 (uniquement en ligne)  
 “Euro money market survey”, novembre 2007 (uniquement en ligne)  
 “Review of the Lamfalussy framework: Eurosystème contribution”, novembre 2007 (uniquement en ligne)  
 “Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystème counterparties”<sup>2</sup>, décembre 2007  
 “Financial Stability Review”, décembre 2007  
 “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

#### **BROCHURES D’INFORMATION**

“A single currency: an integrated market infrastructure”, septembre 2007

<sup>2</sup> 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, et la surveillance budgétaire.

**Conseil Ecofin (ECOFIN Council)** : Conseil de l'UE se réunissant au niveau des ministres de l'Économie et des Finances.

**Conseil général (General Council)** : l'un des organes de décision de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé du président et du vice-président de la BCE et des gouverneurs de l'ensemble des BCN du **Système européen de banques centrales**.

**Conseil des gouverneurs (Governing Council) :** organe de décision suprême de la **Banque centrale européenne (BCE)**. Il est composé de l'ensemble des membres du **Directoire** de la BCE et des gouverneurs des BCN des États membres ayant adopté l'euro.

**Contrepartie (Counterparty) :** co-contractant à une transaction financière (par exemple, toute partie effectuant une transaction avec une banque centrale).

**Contrepartie centrale (Central counterparty) :** entité qui s'interpose entre les **contreparties** 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 (corrigés des effets de valorisation) et déflatée des anticipations d'inflation.

**Créances des IFM sur les résidents de la zone euro (MFI credit to euro area residents) :** prêts des **IFM** accordés aux résidents non-IFM de la **zone euro** (**administrations publiques** et secteur privé) et portefeuilles des IFM en titres émis par les résidents non-IFM de la zone euro (actions, autres participations et **titres de créance**).

**Dépositaire central de titres [Central securities depository (CSD)] :** entité qui (1) permet le traitement et le règlement-livraison des transactions sur titres par inscription en compte et (2) contribue activement à maintenir l'intégrité des émissions de titres. 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.

**Dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème (ECAFA) [Eurosystème credit assessment framework (ECAFA)] :** cadre qui définit les procédures, les règles et les techniques garantissant le respect des exigences de l'**Eurosystème** en matière de qualité de signature élevée de l'ensemble des garanties éligibles.

**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 des prix à la consommation élaborée par Eurostat et harmonisée pour l'ensemble des États membres de l'UE.

**Institut monétaire européen (IME) [European Monetary Institute (EMI)] :** institution à caractère temporaire créée au début de la phase II de l'**Union économique et monétaire**, le 1<sup>er</sup> janvier 1994. L'IME a été mis en liquidation le 1<sup>er</sup> juin 1998, après 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.

**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 et les **pensions** des non-résidents de la zone euro, 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**. Le respect des obligations en matière de réserves est déterminé sur la base de la moyenne des soldes quotidiens du compte de réserves de l'établissement au cours d'une **période de constitution**.

**Revenu monétaire (Monetary income)** : revenu dégagé par les BCN dans l'exercice des missions de politique monétaire de l'**Eurosystème**. Ce revenu est issu d'actifs dûment identifiés conformément aux orientations définies par le **Conseil des gouverneurs** et détenus en contrepartie des billets en circulation et des dépôts des **établissements de crédit**.

**Risque de crédit (Credit risk)** : risque qu'une **contrepartie** ne règle intégralement son obligation ni à l'échéance, ni à aucun moment au-delà de cette échéance. Il recouvre le risque de coût de remplacement et le risque en principal. Il comprend également le risque de défaillance de la banque de règlement.

**Risque de liquidité (Liquidity risk)** : risque qu'une **contrepartie** ne s'acquitte pas intégralement de son obligation à l'échéance. Le risque de liquidité n'implique pas l'insolvabilité d'une contrepartie ou d'un intervenant, qui peuvent être en mesure d'effectuer le règlement requis à une date ultérieure, non précisée.

**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'intérêt 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. Ce système décentralisé se compose des dix-sept systèmes RTGS nationaux, du mécanisme de paiement de la BCE et du mécanisme d'interconnexion.

**TARGET2 (TARGET2)** : nouvelle génération du système **TARGET** dans laquelle la structure technique actuellement décentralisée sera 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 d'importants partenaires commerciaux de la **zone euro**. La **Banque centrale européenne** publie les indices de TCE nominal de l'euro par rapport à deux groupes de partenaires commerciaux : le TCE-22 (qui inclut les douze États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro ainsi que les dix principaux partenaires commerciaux ne faisant pas partie de l'UE) et le TCE-42 (qui comprend le groupe de TCE-22 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 de soumission minimal** appliqué aux **opérations principales de refinancement**, du taux d'intérêt de la **facilité de prêt marginal** et du taux de la **facilité de dépôt**.

**Taux d'intérêt des IFM (MFI interest rates)** : taux d'intérêt que les **établissements de crédit** et autres **IFM** résidents, à l'exclusion des banques centrales et des OPCVM monétaires, appliquent aux dépôts libellés en euros des ménages et des sociétés non financières résidant dans la **zone euro** et aux prêts qui leur sont consentis.

**Taux de réserves (Reserve ratio)** : coefficient établi par la banque centrale pour chaque catégorie d'éléments éligibles du bilan inclus dans l'**assiette des réserves**. Ces coefficients servent à calculer les **réserves obligatoires**.

**Taux de soumission minimal (Minimum bid rate) :** taux d'intérêt le plus bas auquel les **contreparties** peuvent soumissionner dans le cadre des **opérations principales de refinancement** réalisées par voie d'appels d'offres à taux variable. Il est l'un des **taux directeurs de la BCE** reflétant l'orientation de la politique monétaire.

**Titre de créance (Debt security) :** promesse par laquelle l'émetteur (emprunteur) s'engage à effectuer un ou plusieurs versements au détenteur (prêteur) à une ou à des dates déterminées à l'avance. Ces titres sont généralement assortis d'un taux d'intérêt spécifique (coupon) et/ou sont vendus avec une décote par rapport au montant qui sera remboursé à l'échéance. Les titres de créance dont l'échéance initiale est supérieure à un an sont classés dans les titres à long terme.

**Traité (Treaty) :** désigne le traité instituant la Communauté européenne (« traité de Rome »). Il a été modifié à plusieurs reprises, notamment par le traité sur l'Union européenne (« traité de Maastricht »), qui constitue le fondement de l'**Union économique et monétaire** et définit les statuts du **SEBC**.

**Traitement de bout en bout [Straight-through processing (STP)] :** traitement automatisé de bout en bout des transactions/flux de paiement incluant, 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<sup>er</sup> 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<sup>er</sup> janvier 2002.

**Valeur de référence pour la croissance de M3 (Reference value for M3 growth) :** taux de croissance annuel de M3 à moyen terme compatible avec le maintien de la **stabilité des prix**. À l'heure actuelle, la valeur de référence pour la croissance annuelle de M3 est fixée à 4,5 %.

**Volatilité implicite (Implied volatility) :** volatilité attendue (écart type) du taux de variation du prix d'un actif (action ou obligation, par exemple). Elle peut être calculée à partir du prix de l'actif, de 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 et la Finlande.



ISSN 1561-4581



9 771561 458005